Die Offene Markt-Politik

Ein Beitrag zur Politik der Zentralnotenbanken

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Staatswissenschaftlichen Doktorwürde

vorgelegt der

Hohen Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät

der

Albert-Ludwigs-Universität zu Freiburg i. B.

von

Diplom-Volkswirt Arnold R. Braden

aus Wiesbaden.

Würzburg 1935.

Buchdruckerei Richard Mayr.

Referent: Prof. Dr. Walter Eucken.

Tag der mündlichen Prüfung: 6. Dezember 1934.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Durch die Genehmigung einer Dissertation nimmt die Fakultät nicht Stellung zu den darin ausgesprochenen Anschauungen.

Inhaltsangabe.

Seite

Einleitung 1

I. Die Veränderung der Zielsetzung der Zentral-Notenbankpolitik.

1. Das Ziel und der Mechanismus des Goldstandards vor 1914 2
2. Die Zentralnotenbankpolitik unter dem Goldstandard . 3
3. Die Entwicklung zur Konjunkturpolitik 6
4. Die Entwicklung der theoretischen Erkenntnisse . . 9
5. Kreditkontrolle 12

II. Der Einfluß der Banken auf das Preisniveau.

1. Einleitung 15
2. Die Currency Theorie 15
3. Die Banking Theorie 16
4. Auseinandersetzung zwischen der Currency Theorie und der Banking Theorie 18
5. Die Möglichkeit der Veränderung der Geldmenge . . 20

III. Mittel und Wege zur Herrschaft über den Geldmarkt.

1. Einleitung 21
2. Maßnahmen im Rahmen der Diskontpolitik . . . 24
3. Moralische Beeinflussungspolitik 26
4. Depositenzinspolitik 27
5. Offene Marktpolitik 28

IV. Darstellung der offenen Marktpolitik.

1. Die offene Marktpolitik in England
   a) Offene Marktpolitik vor 1914 31
   b) Offene Marktpolitik während des Krieges . . . 33
   c) Offene Marktpolitik nach dem Kriege . . . 34
2. Die offene Marktpolitik in den Vereinigten Staaten.
   a) Einleitung 37
   b) Die Organisation der offenen Marktpolitik . . . 39
   c) Was bezweckte die offene Marktpolitik im einzelnen? 41
   d) Offene Marktpolitik 1914 bis 1922 41
   e) Offene Marktpolitik 1923 bis 1929 . . . 43
   f) Offene Marktpolitik 1930 bis 1934 . . . 49
   g) Rückblick 55
3. Offene Marktpolitik in Deutschland.
   a) Die Vorkriegsmaßnahmen 56
   b) Offene Marktpolitik 1914 bis 1933 57
   c) Probleme um die offene Marktpolitik in Deutschland nach dem Bankgesetz von 1933.
      aa) Das Verlangen nach Effektendeckung . . . 59
      bb) Das Verlangen nach Konjunkturpolitik. . . 60
   d) Die Banknovelle vom 28. Oktober 1933 . . . 62
   e) Die offene Marktpolitik seit 1933 63

Seite

V. Prinzipielle Untersuchung der Offenen Marktpolitik.

1. Einleitung 66
2. Das Vielreservesystem und das Einreservesystem . . 69
3. Theorie der offenen Marktpolitik.
   a) Die vielfache Wirkung auf Geld- und Kreditmenge . 73
   b) Modifikationen.
      aa) Kompensierende Reaktionen 79
      bb) Weitere Modifikationen 82
4. Offene Marktpolitik und Goldwährung.
   a) Einleitung 83
   b) Offene Marktpolitik und Goldwährung = Kein Gegensatz 84
   c) Offene Marktpolitik und Goldwährung = Ein Gegensatz 85
   d) Die Problematik der Goldneutralisierung . . . 86
5. Diskontpolitik und offene Marktpolitik.
   a) Einleitung 87
   b) Unterschied in der Art des Einschlages . . . 87
   c) Unterschied in der Geldmengenkontrolle . . . 88
   d) Unterschied in dem Zeitpunkte des Einschlages . . 89
   e) Psychologischer Unterschied 89
   f) Der Einschlag auf verschiedenen Märkten . . . 90
6. Der Einschlag der offenen Marktpolitik auf den Kapitalmarkt.
   a) Die Tiefenwirkung der offenen Marktpolitik . . 90
   b) Kapitalmarktbeeinflussung ohne Geldmengenveränderung 93
   c) Die Erkenntnis über den Einschlag auf den Kapitalmarkt 94
   d) Die Gefahr der Schleusenöffnung 94
   e) Verfälschung des Zinses? 95
7. Das Problem der Wertpapierbestände.
   a) Auswahl der Papiere 96
   b) Kursverluste? 97
   c) Probleme um die „Munition“ 98
8. Zeitpunkt der Anwendung der offenen Marktpolitik . 98

VI. Das Problem der Notendeckung.

1. Einleitung 100
2. Die Notendeckungserfordernisse nach der Currency Theorie 101
3. Die Notendeckungserfordernisse nach der Banking Theorie 102
4. Notendeckungssysteme 104
5. Kritik beider Theorien 105
6. Wechseldeckung oder Effektendeckung? 106
   a) Die Wechseldeckung 106
   b) Die Effektendeckung 110
7. Wechsel und Effektendeckung? 112

VII. Die Offene Marktpolitik als Konjunkturpolitik und die Effektendeckung der Banknoten.

1. Einleitung 114
2. Offene Marktpolitik ohne Effektendeckung . . . 114
3. Offene Marktpolitik mit Effektendeckung . . . 116

VIII. Zusammenfassung und Schlußbetrachtung. 117

Einleitung.

Die Banknovelle vom 28. Oktober 1933 zur Aenderung des deutschen Bankgesetzes vom 30. August 1924 gewährt der deutschen Reichsbank in Anlehnung an die Zentralnotenbankpraxis anderer wichtigen Länder die Möglichkeit zur Betreibung der sog. offenen Marktpolitik. Hierdurch erhält die offene Marktpolitik ein neues Anwendungsgebiet und zugleich eine zusätzliche Anerkennung als Instrument moderner Zentralnotenbankpolitik.

Diese Erweiterung des Geschäftskreises der Reichsbank gibt uns Veranlassung, zu den Problemen der offenen Marktpolitik Stellung zu nehmen.

In der vorliegenden Arbeit soll gezeigt werden, aus welchen wirtschaftspolitischen Notwendigkeiten und theoretischen Erkenntnissen heraus sich die offene Marktpolitik entwickelt hat, und wie die bisherigen Erfahrungen mit ihr seit den ersten Versuchen in England, in den Vereinigten Staaten und in Deutschland verlaufen sind[1]).

Ferner haben wir grundsätzliche Untersuchungen anzustellen. Die offene Marktpolitik ist ein neuzeitliches konjunkturpolitisches Instrument der Zentralnotenbank, um eine willkürliche Veränderung der Geld- und Kreditmenge herbeizuführen und dadurch den Geldmarkt und vielfach auch den Kapitalmarkt zu beeinflussen.

Es erhebt sich also zuerst die Frage: Ist eine willkürliche Veränderung der Geldmenge und somit offene Marktpolitik überhaupt möglich? Außerdem ist zu fragen: Wie wirkt offene Marktpolitik? Daneben taucht ein ganz anderes Problem auf, das separater Analyse bedarf: Das Problem der sekundären Notendeckung. Die offene Marktpolitik kann manchmal nur betrieben werden, falls der Zentralnotenbank die Möglichkeit gegeben ist, die gekauften Effekten in die Notendeckung einzubeziehen. Bedeutet nun die Ausübung der offenen Marktpolitik — wie z. B. in Deutschland — eine Abkehr von den strengen Bestimmungen der Wechseldeckung, so müssen wir uns auch der Streitfrage zuwenden: Wechsel- oder Effektendeckung? Daß wir es hier mit zwei von einander anscheinend unabhängigen Problemen zu tun haben, zeigt die Notenbankpraxis der Vereinigten Staaten. Die Noten der National Banks waren stets durch Government Securities gedeckt, obgleich von einer offenen Marktpolitik bis zur Gründung des Federal Reserve-Systems nicht die Rede war. Andererseits wurden zwischen 1925

1) Außer in diesen Ländern wird auch offene Marktpolitik in Schweden betrieben, auf die aber in dieser Arbeit nicht weiter eingegangen wird.

und 1932 von den Federal Reserve Banks große Operationen am offenen Markte vorgenommen, ohne daß die erworbenen Effektenbestände zur Notendeckung herangezogen werden durften.

Das Problem der Banknotendeckung muß jedoch im Anschluß an das der Konjunkturbeeinflussung durch offene Marktpolitik behandelt werden, da die beiden Arten der Banknotendeckungen in sich grundsätzlich verschiedene konjunkturtheoretische Lehren verkörpern, die in entgegengesetzter Weise zu der Möglichkeit einer offenen Marktpolitik eingestellt sind.

I. Die Veränderung der Zielsetzung der Zentralnotenbankpolitik.

1. Das Ziel und der Mechanismus des Goldstandards vor 1914.

Das Ziel der Zentralnotenbankpolitik der Goldstandardländer vor dem Weltkriege bestand fast ausschließlich in der Sicherstellung und in der reibungslosen Abwicklung des Goldstandards. Damals war in den meisten zivilisierten Staaten der internationale Goldstandard als Währungssystem eingeführt worden. Alle Goldstandardländer hatten gemeinsam, daß ihre Zahlungs- und Rechnungseinheit einen Goldwert besaß, der durch Gesetz bestimmt war. Die Banknoten der Zentralnotenbanken waren in irgend einem Verhältnis durch Gold gedeckt und jederzeit in Gold einlösbar. Der internationale Goldstandard bezweckte in erster Linie die Festlegung einer Parität zwischen den verschiedenen nationalen Zahlungs- und Rechnungseinheiten. Die ausländischen Wechselkurse konnten nur im Rahmen der Goldpunkte, d. h. also innerhalb der Kosten der Goldverschiffung (einschl. Zinsen), von der jeweiligen Parität abweichen. Durch den Goldstandard sollte aber auch das wirtschaftliche Equilibrium der verschiedenen Staaten untereinander aufrecht erhalten werden, und zwar durch den sog. Goldautomatismus. Darunter wurde folgendes verstanden:

Größere Abweichungen von einem bestehenden wirtschaftlichen Equilibrium zwischen Goldstandardländern werden durch sich automatisch auslösende Korrektiven wieder rückgängig gemacht. Steigt z. B. aus irgend einem Grunde das Preisniveau in einem Lande, so wird dessen Export durch die geringere Konkurrenzfähigkeit gegenüber dem Ausland abnehmen und gleichzeitig dessen Import sich erhöhen. Durch das verkleinerte Angebot an und die erhöhte Nach-

frage nach ausländischer Valuta wird der Wechselkurs verschlechtert und nach Erreichung des oberen Goldpunktes Gold exportiert. Hierdurch wird die Goldbasis für die darauf errichtete Geld- und Kreditmenge verkleinert. Die Verschlechterung des Deckungsverhältnisses zwingt die Zentralnotenbank zur Heraufsetzung ihres Diskontsatzes, wodurch in kausaler Reihenfolge erstens eine Verringerung der Kreditnachfrage und des Zahlungsmittelumlaufes, zweitens eine Einschränkung der wirtschaftlichen Tätigkeit und drittens eine Senkung des allgemeinen Preisniveaus erreicht wird. Umgekehrt, bei einem starken Fallen des Preisniveaus im Verhältnis zu den übrigen Goldstandardländern treten dieselben korrigierenden Auswirkungen mutatis mutandis ein. Steigende Preise werden wieder fallen, fallende Preise wieder steigen müssen.

Voraussetzung für diese Goldautomatik war stets, daß abgesehen von einer möglichst freien Beweglichkeit von Gütern, Kapital und Gold die Zentralnotenbanken die inflatorischen und deflatorischen Tendenzen der Goldimporte bezw. der Goldexporte sich auswirken ließen und diese nicht durch irgendwelche Maßnahmen verhinderten, da sonst die Ursachen der Goldbewegungen immer noch unverändert erhalten blieben und der Zeitpunkt der Wiederherstellung des Equilibriums nur unnötig hinausgeschoben wurde. Mit anderen Worten, beim internationalen Goldstandard bestehen Spielregeln (rules of the game), welche beachtet werden müssen, damit nicht unerwartete Folgen eintreten[1]) und der Goldstandard für alle Länder vollständig versagt.

Wie durch eine goldene Kette was das Preisniveau eines Landes mit dem aller Goldstandardländer verbunden. Die Sorge um die Aufrechterhaltung des Goldstandards und um die volle Ausnützung des jeweiligen Goldbestandes sollte eine Stabilität der Wechselkurse und auf lange Sicht auch eine Stabilität der Preisniveaus aller Länder im Verhältnis zueinander herbeiführen.

2. Die Zentralnotenbankpolitik unter dem Goldstandard.

Die Vorkriegszentralnotenbankpolitik war hauptsächlich goldorientiert[2]). Als Mittel ihre Inanspruchnahme und dadurch auch die Geldmenge zu beeinflussen, bedienten sich die Zentralnotenbanken der Diskontpolitik, die darin bestand, durch Festsetzung

1) MacMillan Report, Committee on Finance and Industry, Cmd 3897, London, 1931, p. 23.

2) „Before the war the credit policy of central banks was always based upon the amount or proportion of gold reserves" R. G. Hawtrey, Monetary Reconstruction, 2 nd Ed. London, 1926 p. 130.

eines Satzes, zu dem sie gewillt waren, Wechsel hereinzunehmen, Kredite zu verbilligen oder zu verteuern. Richtschnur der Diskontpolitik war die jeweilige Höhe der Deckung der Banknoten in Gold.

In Deutschland war seit der Gründung der Reichsbank im Jahre 1875 das Deckungsverhältnis für die Diskontpolitik, besonders bis 1896, fast ausschließlich maßgebend gewesen[3]). Gewisse konjunkturpolitische Tendenzen, wie einerseits die ausgesprochene Hinneigung der Reichsbankpolitik zum Ideal des niedrigen Zinses[4]) und andererseits der Kampf gegen sog. ungesunde Bankkredite[5]), waren zwar vorhanden, spielten aber bei den wichtigen bankpolitischen Entschließungen doch nur eine untergeordnete Rolle.

In anderen europäischen Ländern war die Diskontpolitik der Zentralnotenbanken ähnlich gehandhabt worden, auch wenn im einzelnen Abweichungen bestanden. In jedem nationalen Banksystem ergeben sich immer individuelle Besonderheiten, die aber für ein Verständnis der entscheidenden Maßnahmen nicht sehr wesentlich zu sein brauchen.

Auch in England, das als größte Finanzmacht der Welt eine besondere Stellung unter den Goldwährungsländern einnahm, war das Deckungsverhältnis, das sich wegen der Trennung der Bank von England in zwei Abteilungen anders errechnete, aber praktisch und in seiner Auswirkung dem anderer Länder entsprach, von großer Bedeutung. So sagte Palgrave im Jahre 1903: „The rate of discount charged by the Bank of England is regulated more to the proportion of the reserve to liabilities than by any other consideration"[6]).

Die jeweilige Goldlage war die Basis der Kreditpolitik. Bei großem Goldbestand im Verhältnis zur Banknotenmenge wurde der Diskontsatz herabgesetzt, die Geldmenge erweitert, und umgekehrt. Die Höhe des Goldbestandes wurde als Liquiditätsgrad der Volkswirtschaft betrachtet, und zwar nicht einmal zu Unrecht, denn sie deutete auf ein richtiges oder falsches Verhalten einer Nation im Rahmen der Gemeinschaft aller Nationen hin, und sie war symptomatisch für die jeweilige Möglichkeit bzw. Leichtigkeit, Zahlungsmittel von der Zentralnotenbank zu erhalten. Die Goldbewegun-

3) „Es ist Aufgabe der Diskontpolitik durch regulierende Einwirkung auf die Kreditansprüche für die Aufrechterhaltung eines gesunden Verhältnisses zwischen Barbestand und Notenausgabe Sorge zu tragen" Die Reichsbank 1876—1900, p. 181.

4) Johann Plenge, Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin, 1913, p. 78 ff.

5) Wilhelm Baerlecken, Reichsbank und Geldmarkt, Diss. München. 1928, p. 22.

6) R. H. Inglis Palgrave, Bank Rate and the Money Market in England, France, Germany, Holland and Belgium 1844—1900, London, 1903, p. 218.

gen verhinderten eine allzu starke Veränderung der Kreditvolumens. Der Deckungssatz, der einerseits durch Goldbewegungen, andererseits durch die Veränderung des Kreditvolumens beeinflußt wurde, war das Signal für eine Berichtigung des Diskontsatzes. Der unbestreitbare Vorteil der in dieser Weise orientierten Diskontpolitik war sicherlich die leichte Handhabung und die große Kontrollmöglichkeit[7]). Auf diesem einfachen und klaren Wege vermochte die Zentralnotenbank alle Schwierigkeiten ihrer Aufgabe spielend zu bewältigen, ohne — wie Cassel sagt — jeweils in die tieferen Geheimnisse der Diskontpolitik eingedrungen zu sein[8]). In diesem Sinne schreibt auch der Federal Reserve Board: „No test so simple, so definite, so easily understood and so practicable has been found, nor is likely to be found, as the old reserve ratio"[9]).

Diese Art der Zentralnotenbankpolitik wies aber schon damals verschiedene Mängel auf. Einmal bedeutete die Verkettung der Währungseinheit mit dem Golde noch lange keine vollständige Ausschaltung der so lästigen Geldwertschwankungen. Wenn auch die Zentralnotenbankpolitik eines Landes nicht für längere Zeit von der Politik aller andern Goldstandardländer abweichen konnte, so wurden dennoch absolute Veränderungen der allgemeinen Preisniveaus nicht vermieden. Man war abhängig von dem schwankenden Werte des Goldes als Ware, der sich, da eine gewisse Goldmenge durch Gesetz als Rechnungseinheit bestimmt war, nur reziprok in den Warenpreisen äußern konnte. Hier mußte zwangsläufig die Veränderung des Goldwertes alle Preise aller Goldstandardländer beeinflussen. Hinzu kam aber noch eine andere Erscheinung. Die Zentralnotenbanken konnten selbst den Goldwert verändern, indem sie z. B. die Wirkung des Goldes durch Verwendung von Surrogaten vergrößerten, zumal da eine nur 50%ige Golddeckung ein doppelt so hohes Kreditvolumen wie eine 100%ige Golddeckung ermöglicht. Der Goldstandard verhinderte demnach keine absoluten Veränderungen des Preisniveaus, besonders wenn diese durch konforme Krediterweiterungen oder auch Kreditseinschränkungen aller Goldstandardländer verursacht worden waren.

Sehen wir aber von diesen Unzulänglichkeiten ab, so bleibt dennoch ein grundsätzlicher Einwand gegen die goldorientierte Zentralnotenbankpolitik übrig: Die Währungspolitik ist hauptsächlich passiv. Erst nachdem eine wirtschaftliche Entwicklung in Gang gekommen, nachdem z. B. eine Preissteigerung eingetreten war, setzten die Ausgleichskräfte ein, und Gold floß ab. Man schien nicht bestrebt zu sein, die Entwicklung vor Uebersteigerungen zu bewah-

7) Alfons Schmitt, Kreditpolitik und Konjunkturpolitik in Theorie und Praxis, Jena, 1932, p. 32.
8) Gustav Cassel, Das Geldwesen nach 1914, Leipzig, 1925, p. 83.
9) Annual Report 1923, Federal Reserve Board, p. 38.

ren, sondern vornehmlich das Verhältnis der Deckungsreserve zu halten[10]). Umgekehrt konnte aber auch dieses System der Diskontpolitik einen durchaus gesunden Konjunkturaufschwung zum Erliegen bringen, denn es besteht keine Zwangsläufigkeit zwischen Goldbestand und gesunder Umlaufsmittelexpansion[11]).

So wurden in der Vorkriegszeit trotz Goldstandard und dem dazugehörigen Goldautomatismus weder die Preisveränderungen mit all ihren Reibungsverlusten vermieden, noch die Volkswirtschaften vor heftigen Schwankungen bewahrt.

3. Die Entwicklung zur Konjunkturpolitik.

Der Ausbruch des Weltkrieges mit seinen verheerenden Folgen auf allen Gebieten führte eine Veränderung der Politik der Zentralnotenbanken herbei. In fast allen kriegführenden Staaten wurde der Goldstandard praktisch aufgehoben und eine mehr oder weniger manipulierte Währung, die in erster Linie auf die Bedürfnisse der Kriegsführung und in zweiter Linie nur auf die Stabilität des inneren Preisniveaus gerichtet war, trat an dessen Stelle.

Nach Beendigung des Krieges nun war das Ziel der Währungspolitik der meisten Staaten, den Goldstandard als internationale Währungsgrundlage wieder einzusetzen. Man erkannte, daß starke Schwankungen der nationalen Preisniveaus und damit der intervalutarischen Kurse dem wirtschaftlichen Wiederaufbau störend im Wege standen.

Die Rückkehr zur Goldwährung wurde besonders auf den internationalen Konferenzen in Brüssel (1920) und in Genua (1922) befürwortet. Dieses Ziel wurde auch in vielen Staaten in den Jahren 1918 bis 1925 erreicht oder doch wenigstens vorbereitet.

Wer allerdings erwartet hatte, daß nunmehr auf dem Gebiete der Währungspolitik Vorkriegsverhältnisse, die doch immerhin trotz allen Mängeln als erstrebenswert betrachtet wurden, wieder eintreten würden, befand sich im Irrtum. Die Voraussetzungen für das Funktionieren der Goldautomatik waren nicht mehr gegeben. In erster Linie dafür verantwortlich war die Tatsache, daß sich während und auch nach dem Kriege in der Verteilung der Weltgoldbestände eine sehr wesentliche Veränderung vollzogen hatte. Seit Ausbruch des Krieges hatte ein Goldstrom von ganz gewaltigem Ausmaße zur Bezahlung des Kriegsbedarfs der kriegführenden Staaten von Europa nach den Vereinigten Staaten eingesetzt, der auch nach Beendigung der Streitigkeiten, zum Teil infolge des

10) Schmitt, a. a. O., p. 25.
11) Schmitt, a. a. O., p. 35.

großen europäischen Warenhungers, zum Teil infolge der durch das allgemeine europäische Währungschaos hervorgerufenen Kapitalflucht einfach nicht versiegen wollte.

So kam es, daß zur Zeit der Wiederherstellung der Goldwährungen die Vereinigten Staaten über 45% und Europa über 35% des Weltgoldbestände besaßen, im Gegensatz zu 24% bezw. 63% für das Jahr 1913[12]). Eine solche Veränderung konnte kaum ohne Folgen bleiben. Durch die Konzentration von fast der Hälfte der Weltgoldbestände in einem einzigem Land, in den Vereinigten Staaten, bekam die gesamte währungspolitische Situation ein eigenartiges Gepräge[13]).

Die Vereinigten Staaten hatten mehr Gold erhalten, als sie überhaupt zu Zentralnotenbankzwecken gebrauchen konnten, und wurden dadurch von monetären Aenderungen außerhalb ihres Gebietes ganz unabhängig. Der Goldstandard hatte seine Stabilität in Bezug auf ein Land verloren[14]), da ein Wegfall der Konkurrenz um Gold eingetreten war (Mises).

Unter diesen Umständen wurde dort die einzuhaltende Zentralnotenbankpolitik mehr und mehr problematisch. Von 1916 bis 1920 hatte man die großen Goldimporte in den Tresoren der Federal Reserve Banks untergebracht und ließ der primären Geld- und Kreditexpansion die sekundäre nachfolgen. Bewußt oder unbewußt wurden die Spielregeln des Goldstandards eingehalten: Die Goldinflation brachte den Index des allgemeinen Preisniveaus von 100 im Jahre 1914 auf beinahe 225 im Jahre 1920[15]). Dabei hatte die sekundäre Expansion noch lange nicht ihre gesetzliches Maximum erreicht. Wie weit sollte aber dieses gefährliche Spiel noch getrieben werden? Wie hoch mußten die Preise noch steigen, bis Gold abfloß? War überhaupt der Goldautomatismus für Goldbewegungen politischer Natur geeicht? Schon allein diese Fragestellung verrät die Schwierigkeiten der damaligen Lage. Da die Vereinigten Staaten erkannten, daß unter diesen Verhältnissen der Automatismus des Goldstandards versagte, verzichten sie auf eine weitere Einhaltung dessen Spielregeln.

Man war dort, zweifellos mit Recht, nicht mehr gewillt, die inflatorischen Möglichkeiten der großen Goldbestände und der kaum nachlassenden Goldimporte noch weiter stillschweigend hinzunehmen. Daher wurde seit 1920[16]) die Diskontpolitik nicht mehr nach

12) Mac Millan Report, a. a. O., p. 63, 64.

13) F. A. Hayek, Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit der Ueberwindung der Krise 1920, Zeitschr. f. Volkswirtsch. und Sozialpolitik, n. F., Bd. 5, 1927, p. 50.

14) Hayek, a. a. O., p. 48.

15) W. Randolph Burgess, The Reserve Banks and the Money Market, New York, 1927, Tab. p. 252.

16) Schmitt, a. a. O., p. 45.

dem Deckungsverhältnis orientiert, ja man versuchte sogar die Größe der vorhandenen Goldbestände zu verschleiern[17]), indem man einen Teil von diesen ganz abseits des Federal Reserve-Systems zur 100%igen Deckungsgrundlage von neu ausgegebenen Goldzertifikaten verwendete.

Und wie verhielten sich die anderen Partner des internationalen Goldstandards? In Europa, welches zum Teil das Gold verloren hatte, waren verschiedene Erscheinungen festzustellen. In Deutschland war ein Goldstandard fast ohne Gold eingeführt worden, der von vornherein nur sehr vorsichtig gehandhabt werden durfte. England, wiederum, hatte unter großen Anstrengungen sein Pfund Sterling auf die Vorkriegsparität zurückgebracht, war aber durch die Starrheit seiner Preise und aus sozialen Gründen nicht in der Lage, das innere Preisniveau dem Außenwert des Pfundes anzupassen. Während also die Vereinigten Staaten nach den Spielregeln des Goldstandards hätten inflatieren und England deflatieren sollen, sahen beide von solchen Maßnahmen ab. Hatte man früher angenommen, daß zwecks Ausgleichs der Preisniveaus die Goldstandardländer sich auf halbem Wege treffen würden[18]), so konnte jetzt davon gar keine Rede sein. Die Voraussetzungen der Goldautomatik bestanden eben nicht mehr.

Freilich haben wir es hier nicht mit einer „Politiklosigkeit" zu tun, sondern mit einer neuen, wenn auch sich zwangsläufig entwickelnden Konjunkturpolitik. Die Zielsetzung der Zentralnotenbanken hatte sich von der Aufrechterhaltung der Goldwährungen der Vorkriegszeit zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung verwandelt.

In der systematischen Anwendung konjunkturpolitischer Mittel sind seit dem Kriege die Federal Reserve Banks führend gewesen. Damals schon war die Hauptfrage der neuen Politik, ein geeignetes Ersatzmittel als Richtlinie anstelle des Deckungsverhältnisses zu finden. „It has been necessary . . . to develop or to devise other working bases"[19]). Statt weiterhin die Goldbestände zu beachten, ließen sich die Ferderal Reserve Banks von der Erreichung möglichster Stabilität der wirtschaftlichen Gesamtlage leiten[20]) und stellten die Kredtpolitik bewußt in den Dienst planmäßiger Beeinflussung des Wirtschaftsablaufes[21]). Man wollte sich nicht mehr damit be-

17) Keynes spricht von „the costly policy of burying in the vaults of Washington what the miners of the Rand have laboriously brought to the surface". John Maynard Keynes, A Tract on Monetary Reform, London, 1924, p. 167.
18) MacMillan Report, a. a. O. p. 83.
19) Annual Report 1923, Federal Reserve Board, p. 30.
20) Hayek, a. a. O. p. 55.
21) Schmitt, a. a. O., p. 49.

gnügen, die Krisen zu verhindern, man wollte das ganze Auf und Ab des Wirtschaftslebens ausmerzen, um einen gleichmäßigen Gang desselben dauernd zu verwirklichen. Man sagte sich, wenn man den Umschwung verhindern will, dann muß man den Aufstieg rechtzeitig bremsen, man muß verhindern, daß die Konjunkturbelebung ein solches Maß erreicht, daß es zu allgemeinen Preissteigerungen kommt[22]). Hierin sollte also die neue Konjunkturpolitik der Federal Reserve Banks bestehen.

Auch in verschiedenen anderen Ländern der Welt zog man aus der geschilderten Entwicklung entsprechende Konsequenzen. Tatsächlich weisen auch die kreditpolitischen Maßnahmen der Jahre seit 1921 darauf hin, daß die Zentralnotenbankleitungen mehr oder minder stark von konjunkturpolitischen Erwägungen beeinflußt wurden[23]).

4. Die Entwicklung der theoretischen Erkenntnisse.

Die Veranlassung zu einer selbständigen, d h. von der Goldorientierung losgelösten Diskontpolitik war wahrscheinlich weit mehr durch den Zwang der Verhältnisse als durch alle theoretischen Ueberlegungen gegeben[24]).

Trotzdem spielten theoretische Erkenntnisse für die Entwicklung der konjunkturpolitischen Maßnahmen der Zentralnotenbanken eine beachtliche Rolle. Eine Konjunkturpolitik kann nur möglich sein, wenn die Zentralnotenbanken sowohl ein bestimmtes Ziel vor Augen haben, als auch die Folgen ihrer ergriffenen Maßnahmen im voraus kennen.

Das Ziel der Konjunkturpolitik, ganz unabhängig von den Erklärungen der Konjunkturschwankungen, kann natürlich verschieden sein. Bei einer Gelegenheit wird die Unterdrückung eines spekulativen Aufschwungs, bei einer anderen die Verhinderung einer Schrumpfung der Handelsumsätze oder einer allgemeinen Depression beabsichtigt. Auf lange Sicht bedeutet aber Konjunkturpolitik nichts anderes als die Herbeiführung einer Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung, um den dauernden Wechsel von einer Wirtschaftslage zur anderen zu vermeiden. Bei allen konjunkturpolitischen Maßnahmen verdient das Preisniveau ganz besondere Beachtung, da die Höhe der Preise die jeweilige Lage der Wirtschaft stark beeinflußt. Wenn man von der selten isoliert vorkommenden sog. Umsatzmengenkonjunktur, d. h. wirtschaftlichen Be-

22) Rudolf Stucken, Konjunkturbeeinflussung durch die Notenbank, Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik, Band 140, Juli 1934, p. 37, 38.
23) Aehnlich auch Schmitt, a. a. O., p. 44.
24) Schmitt, a. a. O., p. 45.

lebung durch Umsatzerhöhung ohne Preissteigerung, absieht, bilden die Veränderungen des Preisniveaus den Inhalt der Konjunkturbewegung. In diesem Sinne muß eine Konjunkturpolitik auf eine Stabilisierung des Preisniveaus im Rahmen des Erreichbaren gerichtet sein und soll versuchen, die nachteiligen Folgen der Veränderung des Preisniveaus, der Preissteigerung mit der starken Verschiebung der Vermögenswerte, verbunden mit sozialer Ungerechtigkeit und Unzufriedenheit,, des Preisfalls mit der zwangsweisen Vernichtung wirschaftlicher Existenzen und großer Arbeitslosigkeit, unter allen Umständen zu verhindern. Die Schwankungen des Preisniveaus, oder um diese Erscheinung reziprok auszudrükken, die Schwankungen des Geldwertes, sind seit den ersten Anfängen des Geldwesens zu verzeichnen gewesen, aber auch seit jeher als sehr störend, sowohl für den Einzelnen als auch für die Gesamtheit, empfunden worden.

Das Doppelte oder die Hälfte des bisherigen Einkommens zu erhalten und gleichzeitig das Doppelte oder die Hälfte für Güter und Dienstleistungen ausgeben zu müssen, berührt niemanden; die Aenderung des Geldwertes wird erst durch die Tatsache bedeutend, daß das Ereignis (incidence) der Geldwertänderung ungleichmäßig eintritt[25]) Bei den Geldwertänderungen handelt es sich aber nicht allein um eine Verschiebung der Verteilung des Volkseinkommens, sondern tatsächlich auch um eine Veränderung der Produktivität der Volkswirtschaft.

Obgleich verschiedentlich Gegner der Preisstabilisierung aufgetreten sind, mit der Begründung, daß durch diese der wirtschaftliche Fortschritt gehemmt werden würde[26]), wobei in der Preissteigerung die Möglichkeit der Durchführung neuer Kombinationen und in der Preissenkung die Realisierung der Errungenschaften des Aufschwungs für alle Kreise der Volkswirtschaft gesehen werden[27]), besteht kein Zweifel, daß die meisten Vertreter der Wissenschaft eine Stabilisierung der Preise begrüßen[28]). Daß Viele diese nicht mit den bisher bekannten und vorgeschlagenen Methoden für ausführbar halten, ist natürlich eine ganz andere Angelegenheit. Da unsere Arbeit sich mit Maßnahmen der Konjunkturpolitik beschäftigt, und wir in der Preisstabilisierung deren endgültiges Ziel er-

---

25) Keynes, Tract on Monetary Reform, a. a. O., p. 1.

26) D. H. Robertson, Banking Policy and the Price Level, London, 1926, p. 1—4.

27) Joseph Schumpeter, Kreditkontrolle, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Bd. 54, 1925, p. 318.

28) So u. a. Keynes, Tract on Monetary Reform, a. a. O., p. 38, 155, 176, 189. Hawtrey, Monetary Reconstruction, a. a. O., p. 128; Gustav Cassel, Theoretische Sozialökonomie, 5. Aufl., Leipzig 1932, p. 454. Irving Fisher, The Purchasing Power of Money, New York, 1913, p. 323.

blicken, müssen wir uns kurz mit dem Problem der Preisbildung befassen.

Für die Bildung des allgemeinen Preisniveaus, das sich begrifflich aus einzelnen Preisen zusammensetzt, sind bekanntlich zweierlei Faktoren verantwortlich gemacht worden: erstens solche, die allein von der Warenseite ausgehen, also Veränderungen, die das Angebot- und Nachfrageverhältnis einzelner Güter treffen, wie Kostenreduzierung durch den Fortschritt der Technik, der Erfolg oder Mißerfolg der Ernten, Aenderung der Mode oder des Geschmacks, und viele mehr; zweitens, Einflüsse, die allein von der Geldseite ausgehen.

Trotzdem eine getrennte Feststellung des Gewichtes der jeweiligen Einflüsse auf die Preisbildung nicht möglich ist und beide stets zusammen vorhanden sind, läßt sich doch mit Bestimmtheit sagen, daß für die Höhe des allgemeinen Preisniveaus die Einflüsse von der Warenseite aus ziemlich unbedeutend sind im Vergleich zu denen, die von der Geldseite ausgehen. Fisher sagt sogar: „It is universal truth, that the changes in the purchasing power of money are universally or almost universally due, for the most part to changes in money and not to changes in goods“[29]).

Und wenn man noch weiter bedenkt, „daß der Geldwert ohne Mitwirkung der auf der Seite des Geldes entscheidenden Faktoren nicht bestimmt werden kann“[30]), dann braucht man den Einfluß aller nicht monetären Faktoren auf das allgemeine Preisniveau erst in zweiter Linie zu beachten.

In Anbetracht der Tatsache, daß das Geld lediglich eine soziale Erscheinung darstellt und neben seiner Umlaufsgeschwindigkeit vorwiegend in seiner Menge einen Einfluß auf das Preisniveau ausübt, hat man schon seit langem zwecks Stabilisierung des Preisniveaus die Geldmenge in irgend einer Weise zu kontrollieren versucht.

Schon die Einführung der Goldwährung zielte indirekt auf eine Stabilität des Geldwertes ab. Man wollte die Rechnungseinheit an ein Metall binden, dessen Menge von Natur aus begrenzt war. Solange die Goldmünze das einzige Zirkulationsmittel darstellte, konnte eine Veränderung des Preisniveaus durch monetäre Faktoren nur im Rahmen der Veränderung der Goldvorräte Hand in Hand gehen. Auch die ganzen Diskussionen über den Bimetallismus erstrebten eine Stabilität der Rechnungseinheit. Mit ähnlichem Ziele sind im Laufe der Jahre teils im Rahmen, teils außerhalb der Goldwährung, die mannigfaltigsten Pläne bekannt geworden.

---

29) Irving Fisher, Hearings before Committee on Banking and Currency, 67. Congreß, H. R. 11788, 1922.

30) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, a. a. O., p. 430.

Der Vorschlag Lowes im Jahre 1823 die Folgen der Geldwertveränderung durch Aufstellung eines Tabularstandards möglichst zu vermeiden, wies den Weg, den viele spätere Versuche des Problems, z. B. Lehfeldt, Irving Fisher, beschritten[31]). Kennzeichnend für die oben erwähnten Währungssysteme und Währungspläne ist die Tatsache, daß alle auf eine Geldreform abzielen.

Die Veränderung des Preisniveaus wird aber in den Tagen unserer entwickelten Volkswirtschaft hauptsächlich durch die Kreditgewährung beeinflußt. Nicht allein die Banknoten, sondern auch die zu Zahlungen verwendeten Depositen (Giralgeld) sind Geld und üben einen Einfluß auf das Preisniveau aus. Während die Banknoten einwandfrei auf dem Kreditwege durch die Zentralnotenbank entstehen, ist der Einfluß der Kreditgewährung der Zentralnotenbank und der übrigen Banken auf die Höhe der Depositen lange Zeit umstritten gewesen. Die Depositen können ja durch Bareinzahlung der Bankkunden entstehen, aber in Wirklichkeit werden sie auch zum großen Teil dadurch gebildet und fortwährend gespeist, daß die Banken ihren Kunden Vorschüsse, sei es im Diskontgeschäft oder auf dem Wege des Lombards, bewilligen und die entsprechenden Beträge dem Kunden als Depositen, über die mittels Schecks oder Giroanweisung verfügt werden kann, gutschreiben[32]).

Hier müssen nun die konjunkturpolitischen Maßnahmen der Zentralnotenbank einsetzen. Wird das Preisniveau, wie wir erkannten, hauptsächlich durch die Geldmenge gebildet, so wird die Zentralnotenbank eine Geld- und Kreditkontrolle auszuüben versuchen.

5. Kreditkontrolle.

Der Begriff der Kreditkontrolle[33]) als konjunkturpolitische Maßnahme der Zentralnotenbank hat sich vorwiegend seit dem Kriege verbreitet. Hierunter versteht z. B. Keynes[34]) ein Zentralnotenbanksystem, in welchem die Zentralnotenbankleiter mit oder ohne Rücksicht auf die Goldbewegungen sowohl Kreditmenge als auch Kreditpreis im Hinblick auf einen bestimmten ökonomischen Erfolg, wie Preisstabilität, Stabilität der Beschäftigung oder der Börsenkurse, bestimmen. Die Stabilität der Rechnungseinheit — das ideale Geldsystem — soll ganz unabhängig vom Gold be-

31) Alfred Tismer, Die Stabilisierung des Geldwertes als Ziel der Währungspolitik, Diss. Berlin, 1930, p. 5.

32) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, a. a. O., p. 369.

33) Siehe besonders: Mac Leod, Theory of Credit, 2. Aufl. London, 1897, — L. Albert Hahn, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites, 3. Aufl., Tübingen, 1930. — J. R. Bellerby, Control of Credit as a Remedy for Unemployment, London, 1923.

34) John Maynard Keynes, Credit Control, Encyclopaedia of Social Sciences, New York, 1931, p. 550.

wirkt werden können[35]). Bei der Kreditkontrolle sollen die Fehler der reinen Goldwährung vermieden werden, indem die Zentralnotenbank z. B. eine rechtzeitige Einschränkung der Kreditgewährung schon im Aufstiege vornimmt, noch bevor Rücksicht auf ihre Liquidität dies erfordert[36]).

Die Zielsetzung der Zentralnotenbank bei der Anwendung des Systems der Kreditkontrolle ist demnach ganz anders wie bei der Vorkriegsgoldwährung. Dort war das Hauptobjekt die Aufrechterhaltung der Goldeinlösbarkeit[37]). Hier bei der Kreditkontrolle versucht die Zentralnotenbank durch eine Anzahl von Maßnahmen, auf die wir weiter unten eingehen werden, in größerem oder kleinerem Maße das Preisniveau zu beeinflussen. Schumpeter, der in der Annahme, die Krisen würden sowieso milder werden, weniger von einer Stabilisierung des Preisniveaus und mehr von einer Therapie der Krisenfolgen[38]) hält, faßt den Begriff der Kreditkontrolle bedeutend weiter. Es handle sich um den viel größeren Plan, die Geld- und Kreditpolitik nach der gesamten volkswirtschaftlichen Situation, dem Zustand von Industrie und Handel, der Lage des Arbeitsmarktes usw. zu orientieren und zu einem Mittel der Regulierung des Pulsschlages des Wirtschaftslebens, insbesondere eine Ausscheidung solcher Störungen zu machen, die erstens als vermeidbar betrachtet werden und zweitens keine organische Funktion im Wirtschaftsleben erfüllen[39]). Kreditkontrolle bedeutet nicht nur das Management der Währung, sondern auch das Management der Volkswirtschaft[40]).

Obgleich die Schumpetersche Auffassung der Kreditkontrolle weit über die Zielsetzung der heutigen Zentralnotenbankpolitik hinausgeht, stellt sie zweifellos die logische Entwicklung einer planwirtschaftlichen Kredit- und Konjunkturpolitik dar.

Es erhebt sich nun die Frage: welche Mittel stehen einer Zentralnotenbank zur Verfügung, um einen Einfluß auf die Geld- und Kreditmenge auszuüben?

Abgesehen von solchen Maßnahmen, die eine rein psychologische Bedeutung haben, ist jede Maßnahme einer Zentralnotenbank nur in dem Maße wirksam, in dem sie die Aktiven und Passiven einer Zentralnotenbank verändert[41]). Das bekannteste und in der Vor-

35) R. G. Hawtrey, The Gold Standard in Theory and Practice, London, 1933, p. 101.
36) Hayek, a. a. A., p. 263.
37) Keynes, Credit Control, a. a. O., p. 551.
38) Schumpeter, a. a. O., p. 322.
39) Schumpeter, a. a. O., p. 312.
40) Schumpeter, a. a. O., p. 324.
41) „The Central Bank will be able to control the volume of cash and bank money, if it can control its own assets" John Maynard Keynes, A Treatise on Money, Vol. I und II, London, II 1930, p. 225.

kriegszeit fast ausschließlich angewendete Mittel einer Zentralnotenbank ist der Diskont, durch dessen Manipulierung sie jeweils eine Aenderung ihrer eigenen Inanspruchnahme herbeizuführen bezweckt. Die Diskontpolitik wirkt lediglich auf den Preis der Kreditgewährung und läßt, abgesehen von gleichzeitig vorgenommenen Kreditkontingentierungen, den Geldmarkt über das Ausmaß der Diskontbeanspruchung entscheiden. Ob tatsächlich eine Veränderung des Diskontsatzes die gewünschte Veränderung der Kreditmenge herbeiführt, ist nicht dogmatisch zu beantworten, und hängt von der jeweiligen Lage der Wirtschaft und des Geldmarktes ab. Als weitere Maßnahme zur Beeinflussung des Geldvolumens ist besonders seit dem Weltkriege, vorwiegend in den Vereinigten Staaten und in England, ein anderes Mittel gebraucht worden: Offene Marktpolitik.

Die offene Marktpolitik ist ein neuzeitliches, konjunkturpolitisches Instrument einer Zentralnotenbank und wird verschiedentlich als Antithese[42]) eines automatischen Währungssystems aufgefaßt. Mit der offenen Marktpolitik, die hauptsächlich im Kauf und Verkauf von Wertpapieren am offenen Markt besteht, versucht die Zentralnotenbank von sich aus die Geldmenge zu verändern. Bei der offenen Marktpolitik geht also die Initiative der Geldmengenveränderung von der Zentralnotenbank, bei der Diskontpolitik lediglich von dem Geldmarkte aus. Die offene Marktpolitik kann sowohl in Verbindung mit der Diskontpolitik als auch selbständig betrieben werden. Keynes hat sogar das Schwergewicht der Zentralnotenbankpolitik auf die offenen Marktoperationen gelegt[43]).

Bevor wir nun auf eine nähere Untersuchung der Anwendung und der Problematik der offenen Marktpolitik eingehen, wollen wir zuerst eine Ventilierung der alten Streitfrage vornehmen, ob überhaupt die Banken von sich aus die Geld- und Kreditmenge und dadurch auch das Preisniveau verändern können. Die Bejahung dieser Frage ist für die Erfolgsmöglichkeit jeder konjunkturpolitischen Maßnahme, die offene Marktpolitik miteingeschlossen, unbedingte Voraussetzung.

---

42) So auch MacMillan Report, a. a. O., p. 126.

43) „The Bank of England can probably bring the money market to heel more decisively by buying or selling securities, than in any other way". Keynes, Tract on Monetary Reform, a. a. O., p. 183.

II. Der Einfluß der Banken auf das Preisniveau.

1. Einleitung.

Der Einfluß der Banken auf das Preisniveau ist ein Problem, mit dem die Wissenschaft sich schon seit langem beschäftigt hat. In genauerer Formulierung lautet es: Sind die Banken durch ihre Kreditgewährung in der Lage, das Preisniveau, welches — wie wir oben gesehen haben — primär durch monetäre Faktoren gebildet wird, im Wege einer willkürlichen Vermehrung oder Verminderung der Geldmenge zu verändern?

Alle früheren diesbezüglichen Untersuchungen befaßten sich lediglich mit den Banknoten und ließen, ganz mit Recht, die Depositen, die erst in neuerer Zeit Geldcharakter angenommen haben, unbeachtet. Im Vordergrund der Lehrmeinungen stehen die Auffassungen der Currency Theorie und der Banking Theorie. Beide Theorien entwickelten sich um 1840 im Laufe der Auseinandersetzungen über die Politik der Bank von England[1]). Der Streit hierüber bildete den eigentlichen Inhalt der Diskussion über die richtige Organisation des englischen Bankwesens, die einen großen Teil des 19. Jahrhunderts anfüllte[2]), von welcher man auch heute nicht sagen kann, daß sie ganz beendet sei[3]). Hinter dem Streit zwischen den beiden Theorien liegt eine diametral entgegengesetzte Auffassung von der Fähigkeit der Banken, die Notenmenge von sich aus zu variieren[4]).

2. Die Currency Theorie.

Die Anhänger der Currency Theorie, zu denen Lord Overstone, Torrens, Norman, MacCulloch und Sir Robert Peel zählten[5]), folgten Ricardo in ihren geldtheoretischen Ansichten.

Sie gingen davon aus, daß jede[6]) Bank aus Erwerbsgründen das Bestreben habe, ihre Notenemission so viel wie möglich zu vergrößern, und daß sie sogar die Fähigkeit besäße, auf dem Kreditwege

---

1) T. E. Gregory An Introduction to Tooke's and Newmark's „A History of Prices and the State of Circulation from 1792 to 1856, London, 1928, p. 49.

2) Knut Wicksell, Vorlesungen über Nationalökonomie, Bd. II, Geld und Kredit, Jena, 1922, p. 194.

3) Siehe Vorschlag des MacMillan Committee, die zwei Abteilungen der Bank von England zu vereinigen. MacMillan Report, a. a. O., p. 144.

4) William Scharling, Bankpolitik, Jena, 1900, p. 123.

5) Arthur Spiethoff, Krisen, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, IV. Aufl., 1925, p. 62.

6) In England durfte damals jede Bank Noten ausgeben.

auch die Notenmenge willkürlich zu erweitern[7]). Die Preissteigerung, die als eine Folge der Geldvermehrung angesehen wurde[8]), rufe wiederum die Spekulation hervor, welche weiter die Vermehrung der Notenmenge bis zur Krise veranlasse[9]). Die der Currency-Theorie zugeschriebene Behauptung, jede Preissteigerung, jeder Aufschwung, jede Ueberspekulation und jede Krise habe ihren ursprünglichen und eigentlichen Grund in zu starker Notenemission[10]), ist übertrieben; vielmehr war Overstone, ihr bedeutendster Vertreter, der Ansicht, daß eine Geldvermehrung meistens, aber nicht jederzeit preissteigernd wirken müsse[11]).

Hinsichtlich des Zinses machte die Currency Theorie folgende Aussage: Der Zins sei ein Faktor, der die zirkulierende Geldmenge mitbeeinflussen helfe. Die Erhöhung des Zinses sei z. B. eine der Begleitumstände, die bei einer Verminderung der Geldmenge gemeinsam eine Steigerung des Geldwertes herbeiführe[12]). Die Wirkung einer Zinsänderung sei allgemein festzustellen, am stärksten jedoch auf die spekulativen Transaktionen. Die Currency Theorie selbst stand — ebenso wie damals die Banking Theorie — auf dem Boden der Konstatierungslehre und lehnte daher jede selbständige Diskontpolitik einfach ab[13]).

3. Die Banking Theorie.

Der Currency Lehrsatz wurde besonders von Tooke und Fullarton bekämpft. Es wurde behauptet, daß in den meisten Fällen nicht die Vermehrung der Notenmenge dem Steigen der Preise voranginge, sondern daß das Steigen der Preise selbst und die in Verbindung damit hervorgerufene Spekulation eine Vermehrung der Notenmenge veranlasse, und nicht umgekehrt[14]). Die Banking Theorie versuchte also den von der Currency Theorie aufgezeigten Kausalzusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau umzudrehen. So sagt Tooke im Jahre 1840: „I do not ascribe any variation in prices to the amount of circulation as the originating cause“[15]).

---

7) Scharling, a. a. O., p. 123.
8) Spiethoff, a. a. O., p. 61.
9) Scharling, a. a. O., p. 123.
10) So bei Spiethoff, a. a. O., p. 62.
11) Georg Kepper, Die Konjunkturlehren der Banking- und der Currency-Schule, Leipzig, 1933, p. 85.
12) L. Liepmann, Der Kampf um die Gestaltung der englischen Währungsverfassung, 1819—1844, 1933, p. 197, 198.
13) Liepmann, a. a. O., p. 200.
14) Scharling, a. a. O., p. 124.
15) Committee on Banks of Issue, Q. 3622, zitiert bei Gregory, Introduction, a. a. O., p. 81.

Er und auch Fullarton stützten sich stark auf die Aussagen der Bankpraktiker[16]), es sei unmöglich, die Notenmenge willkürlich zu vermehren, und daß eine Vermehrung stets nur stattfände, weil der Verkehr eine größere Menge notwendig mache. Wenn die Banknoten über die Bedürfnisse des Verkehrs hinaus in Umlauf wären, so würden die nicht benötigten Banknoten entweder direkt zur Emissionsbank oder indirekt durch Einreichung bei anderen Banken zurückfließen[17]). Es würde niemandem einfallen, überflüssige Banknoten längere Zeit in der Hand zu behalten, wenn er diese in Form eines Depositums bei einer Bank zinsbringend anlegen könnte. Umgekehrt würde eine Reduzierung der Banknotenmenge einer einzelnen Bank die Ausdehnung der Banknoten anderer Banken hervorrufen. Tooke wies darauf hin, daß wenn durch irgendwelche Maßnahmen der Banknotenumlauf gänzlich unterdrückt werden würde, an die Stelle der größeren Noten Wechsel, Schecks und Forderungsausgleichungen als Zahlungsmittel treten würden[18]). Zu jedem einzelnen Zeitpunkt bestimme der Verkehr die Größe der sich im Umlaufe befindenden Zahlungsmittel.

Uns interessiert hier am meisten die Einstellung der Banking Theorie zum Problem der Preisbildung. Die Banking Theorie lehnt den Einfluß der monetären Faktoren auf das Preisniveau ab und versucht den ganzen Preisbildungsprozeß ausschließlich von der Warenseite her zu erklären[19]). Erst nach Abschluß geschäftlicher Transaktionen, nach Bildung der Preise würde die Diskontierung von Wechseln zur Banknotenausgabe führen. Bei steigenden Preisen würden Wechsel auf höhere Summen, bei fallenden Preisen solche auf geringere Summen gezogen, wodurch sich die Banknotenausgabe automatisch dem jeweiligen Preisniveau und den jeweiligen Warenumsätzen anpasse. Demnach ist auch die Notenausdehnung die Folge und nicht die Ursache der Preissteigerung.

Eine sehr bedeutsame Einschränkung wurde jedoch von Tooke gemacht. Es bestünde ein Unterschied zwischen lang- und kurzfristigen Krediten, insofern als bei ersteren die Unternehmungen, die festes Kapital erforderten, die Löhne steigern oder die Zahl der

16) Aehnlich auch bei Hubbard (1857): „Neither the Joint Stock Banks nor any other bank had the power of issuing notes in excess. I hold you can no more regulate the amout of circulation in a country, whether metallic or otherwise, than you can regulate the winds", zitiert bei James William Gilbart, The Logic of Banking, London, 1865, p. 568.

17) „The Banker has only to take care that they (the banknotes) are lent on sufficient security, and the reflux and the issue will in the long run always balance each other" John Fullarton, Regulation of Currencies, 2 nd Edition, London, 1845, p. 64.

18) Kepper, a. a. O., p. 19, 48, 117.

19) Herbert Patschan, Die Entwickung der Banking Theorie in Deutschland, Diss., Freiburg, 1929, p. 2.

Beschäftigten erhöhen könten, und so mittelbar auf die Preise einwirken würden[20]). Demgegenüber hätte eine Ausgabe von Banknoten für kurzfristige Kredite keine Wirkung auf die Preise, da die durch kurzfristige Kredite geschaffenen Kaufmittel nach Ablauf und Rückzahlung der Kredite zwangsläufig zurückfließen müßten[21]). Dieser Rückfluß — the great regulating principle of the internal currency[22]) — sei nur gewährleistet, soweit kurzfristige, aus wirklichen Handelsgeschäften hervorgehende Wechsel von unzweifelhafter Güte diskontiert werden, bzw. zur Banknotenausgabe Veranlassung geben würden[23]).

Auch in ihrer Stellungnahme zu dem Einfluß der Zinshöhe auf das Preisniveau weicht die Ansicht der Banking Theorie wesentlich von der der Currency Theorie ab. Eine genaue Feststellung über die Beziehungen zwischen Zins- und Preisbildung könne nicht einwandfrei gemacht werden. Tooke selbst leugnete z. B., daß eine Zinsherabsetzung steigernd auf die Preise wirke[24]). Er ging sogar noch weiter und behauptete geradezu, daß eine Zinsherabsetzung eine Preissenkung hervorrufen werde. Zinssenkung bedeute Kostensenkung. Durch den bloßen Umstand eines niedrigen Zinsfußes werde niemand dazu veranlaßt, mehr Waren und zu höheren Preisen zu kaufen, wenn nicht im Verhältnis des Angebotes der betroffenen Waren und der Nachfrage der Verbraucher genügend Grund vorliege, eine Warenspekulation einzugehen[25]). Die Höhe des Zinssatzes weise der Wirtschaft gegenüber keine einheitlichen Folgen auf. Auch wenn Kreditflüssigkeit eine sehr günstige, ja sogar wesentliche Bedingung für eine größere Ausdehnung des Aufschwungs und der Spekulation sei, könne sie dennoch keinen Aufschwung hervorrufen[26]).

4. Auseinandersetzung zwischen der Currency Theorie und der Banking Theorie.

Wenn man die beiden Theorien auf ihren Wahrheitsgehalt hin prüft, so muß man bemerken, daß deren Ansichten über die Beeinflussungsmöglichkeit des Preisniveaus durch monetäre Faktoren bei nur einer Geldart unter dreien auseinandergingen. Während beide Theorien erkannten, daß durch eine Vergrößerung des Gold-

20) Kepper, a. a. O., p. 31.
21) Kepper, a. a. O., p. 32.
22) Fullarton, a. a. O., p. 68.
23) Kepper, a. a. O., p. 34.
24) Wicksell, Vorlesungen, a. a. O., p. 208.
25) Tooke, nach Kepper, a. a. O., p. 42.
26) Kepper, a. a. O., p. 43.

bestandes infolge Goldeinfuhr oder des Papiergeldes dank eines staatlichen Hoheitsaktes die Preise auf dem Wege einer vermehrten Nachfrage steigen würden, waren ihre Lehren nur über die Wirkung einer Vermehrung von Banknoten strittig. Wir wiesen darauf hin, daß im Gegensatz zur Currency Theorie die Banking Theorie behauptete, die Banknotenausgabe übe keinen Einfluß auf die Preise aus. Da aber die Banking Theorie gleichzeitig zugab, daß durch Goldimport und durch erhöhte Ausgabe von Papiergeld eine Anregung der Wirtschaft erfolgen müsse, so müßte eigentlich ebenso zugegeben werden, daß die in anderer Form gewährten Kredite in derselben Weise die Wirtschaft anregen[27]).

Der Vorgang bei der Ausgabe von Banknoten ist wahrlich kein Geheimnis. Betrachten wir nun die Voraussetzung der Banking Theorie: Banknoten sollen nur im Wege von kurzfristigen Vorschüssen und Wechselkrediten in den Verkehr kommen. Die Nachfrage nach solchen Krediten muß aber sicherlich beeinflußt sein von den Kosten der Kreditaufnahme, d. h. von der jeweiligen Höhe des Zinssatzes. Dies hat auch z. B. Fullarton erkannt, als er erklärte, daß die Nachfrage nach Banknoten von den „Bedingungen" abhängig sei, die die Bankiers bei der Kreditgewährung stellen[28]). Es ist also kaum verständlich, warum die Banking Theorie trotz allem leugnete, daß durch den Vorgang der Banknotenausgabe eine Nachfrage erzeugt werden könne. Sie hat eben nicht genug beachtet, daß die Banken durch die Ausgabe von Banknoten den Zinsfuß senken können, bzw. daß diese innerhalb gewisser Grenzen gerade durch die Möglichkeit der Ausgabe die objektive Knappheit an Kapital aufheben können, und daß eine Kostensenkung für die Bankkredite selbst ein Motiv zur erhöhten Kreditaufnahme ist[29]). Wird eingesehen, daß die Banken den Umfang der Notenausgabe durch den Zinssatz beeinflussen können, so verschwindet ein wesentlicher Teil der Auseinandersetzung mit der Currency Theorie.

Wenn der Verkehr Banknoten nur in Form von Krediten von den Banken bekommt, so können natürlich nicht mehr Banknoten in den Verkehr gesetzt werden, als dem Bedarf entspricht[30]). Daraus aber, wie die Banking Theorie es tut, den Schluß zu ziehen, die Banken könnten überhaupt nicht zu viel Banknoten ausgeben, ist sehr bedenklich. Denn — wir zitieren Cassel — die Nachfrage des Verkehrs nach Bankvorschüssen hängt wesentlich vom Zinsfuß ab, der für diese Vorschüsse gefordert wird[31]).

27) Gregory, Introduction, a. a. O., p. 29.
28) Patschan, a. a. O., p. 3.
29) Gregory, Introduction, a. a. O., p. 29.
30) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, a. a. O., p. 387.
31) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, a. a. O., p. 388.

Wir sind also jetzt in der Lage, die Ursache für die unterschiedlichen Lehren der Currency Theorie und der Banking Theorie zu verstehen. Bei der Beurteilung der Preisveränderungsfaktoren legt eben die erstere das Hauptgewicht auf die Einflüsse von der Geldseite her, während die letztere diese vollständig vernachlässigt und nur die Einflüsse von der Warenseite her betont. Dementsprechend haben auch beide Theorien zur Stabilisierung der Verhältnisse sehr ungleichartige Vorschläge über Banknotendeckung und allgemeiner Bankpolitik gemacht, auf die wir aber erst später eingehen werden.

5. Die Möglichkeit der Veränderung der Geldmenge.

Wir haben erkannt, daß eine Veränderung der Geldmenge durch eine Veränderung der Bankbedingungen, unter denen Kredite gewährt werden, zweifellos möglich ist. Die Banken sind in der Lage, selbst innerhalb gewisser Grenzen nach Belieben Kredite in Form von Banknoten, bzw. von Depositen zu schaffen und dadurch die objektiv bestimmte Knappheit an Kapital aufzuheben[32]), oder was gleichbedeutend ist, den Zinssatz durch Veränderung des jeweiligen Angebotes an Kapital zu manipulieren. Die jeweilige Höhe des Bankzinses ändert die Motivationen der Kreditsuchenden und wird als Anreiz oder als Abstoßung zur Kreditaufnahme wirken, obgleich dabei noch andere Faktoren, wie Vertrauen in die wirtschaftliche Entwickung und Stabilität, oft eine bedeutendere Rolle spielen können.

Der Zusammenhang nun zwischen Kreditmenge und Preisniveau ergibt sich aus der Tatsache, daß die Kredite auf die Größe der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen teils direkt, teils indirekt über die Einkommen[33]) Einfluß haben.

Die oben gestellte Frage, ob die Banken von sich aus die Geld- und Kreditmenge und dadurch auch das Preisniveau verändern können, ist somit zu bejahen. Diese Antwort hat nun für unser Problem der Konjunkturpolitik doppelte Bedeutung. Einmal erkennen wir die Geldschöpfungsmacht der Zentralnotenbank an, sowohl in Form der Kreierung von Banknoten, als auch in der von Giralgeld. Außerdem werden wir zugeben, daß die anderen Banken, die wir der amerikanischen Terminologie, bzw. der Terminologie von Keynes folgend, von jetzt ab als Mitgliedsbanken[34]) bezeichnen wollen, ebenfalls Giralgeld auf dem Kreditwege schaffen können.

---

32) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, a. a. O., p. 388.
33) Hawtrey, Gold Standard, a. a. O., p. 13, 14.
34) Mitglieder im Sinne der Zugehörigkeit zu einem nationalen Banksystem, in dessen Mittelpunkt sich eine Zentralnotenbank vorfindet.

Die Zentralnotenbank als Trägerin einer wirksamen Konjunkturpolitik muß aus diesen Erwägungen heraus, um auf die Geld- und Kreditmenge, sei es direkt oder über die Bankbedingungen indirekt, einen Einfluß auszuüben, in erster Linie ihre eigenen Aktiven und Passiven bestimmen können, dazu aber auch in der Lage sein, den Geldmarkt, der in überwiegendem Maße von den Mitgliedsbanken gebildet und gespeist wird, zu beherrschen.

Der Gang unserer Untersuchungen ist jetzt um einen Schritt vorwärts gekommen. Bis hierher haben wir folgendes festgestellt: 1. Das Ziel der Zentralnotenbankpolitik ist auf eine Konjunkturstabilisierung gerichtet, die vielfach als Preisniveaustabilisierung aufgefaßt wird. 2. Die Zentralnotenbanken haben grundsätzlich die Fähigkeit, von sich aus die Geldmenge zu verändern und demnach auch die Möglichkeit, das Preisniveau zu beeinflussen.

Unsere nächste Aufgabe steht nun in der Schilderung der Mittel, durch welche eine Herkunft über den Geldmarkt und dadurch auch eine Konjunkturpolitik ausgeführt werden kann.

III. Mittel und Wege zur Herrschaft über den Geldmarkt.

1. Einleitung.

Fast alle konjunkturpolitischen Mittel der Zentralnotenbanken — darunter auch die uns am meisten interessierende offene Marktpolitik — verdanken trotz Aenderung der Zielsetzung der Zentralnotenbankpolitik ihren Ursprung bereits dem Vorkriegsmilieu. Wir erachten es deshalb und zum besseren Verständnis der offenen Marktpolitik als notwendig, die Gründe und die Entwicklung der Bestrebungen zur Beherrschung des Geldmarktes aufzuzeigen und auch auf die mit der offenen Marktpolitik „konkurrierenden" Maßnahmen einzugehen.

Veranlassung zu einer Herrschaft über den Geldmarkt war, abgesehen von gelegentlichen Sondererscheinungen, wie Bekämpfung von spekulativen Auswüchsen usw., daß der Mechanismus der Vorkriegsgoldwährung eine Anpassung der Kreditpolitik der Mitgliedsbanken an die Politik der Zentralnotenbank unbedingt notwendig machte, sollte die Zentralnotenbank nicht dauernd anhaltenden Goldzu- oder -abflüssen ausgesetzt sein.

Bei Goldabgang z. B., der durch eine Störung des wirtschaftlichen Gleichgewichts mit anderen Ländern verursacht war, mußte die Zentralnotenbank alle Hebel in Bewegung setzen, um eine Besserung der Wechselkurse und eine Umkehr des Goldstromes herbeizufüh-

ren. Durch eine Diskonterhöhung, die bei gleichzeitiger Verschlechterung des Deckungsverhältnisses automatisch einsetzte, sollten sowohl ausländisches Kapital wieder ins Land gezogen„ als auch ein Druck auf das Preisniveau zwecks Aenderung der Warenbewegung mit dem Ausland ausgeübt werden. Dazu mußte aber nicht nur der Banksatz, sondern es mußten alle Sätze des Geldmarktes erhöht werden. Was den Wechselkurs berührt, ist nicht der Banksatz, sondern der Marktsatz[1]). Sollte eine Diskontänderung nicht ergebnislos verlaufen, so mußte die Zentralnotenbank den Banksatz wirksam werden lassen, d. h. den Geldmarkt zu einer Anpassung seiner Sätze an den Banksatz zwingen. Hierzu meint Plenge: „Die Fähigkeit zur Diskontpolitik ist die praktische Tätigkeit in einer gegebenen Wirtschaftslage, dem Zins eine Tendenz nach oben oder nach unten zu geben"[2]). Nun ist es keineswegs richtig, daß eine Zentralnotenbank, um die Spannung zwischen dem Banksatze und dem Marktsatze zu verringern, zu jeder Zeit ihren Diskontsatz dem Marktsatze anpassen muß. Alle diesbezüglichen Theorien, die besonders in der französischen Bankenquete von 1865 entwickelt wurden, geben der Zentralnotenbank nicht eine führende, sondern eine untergeordnete Stelle im Geldwesen eines Landes. So z. B. de Waru: „La banque, elle constat le taux"[3]). Er wie auch die Anhänger seiner Theorie beachten nämlich nicht, daß schon allein durch die Bereitwilligkeit zum Diskontieren die Zentralnotenbank das kurzfristige Kapitalangebot stark elastisch macht und es durch jede Diskontierung selbst verändert. Ein Befolgen der Konstatierungstheorie stellt nur eine bequeme Ausrede für Politiklosigkeit dar[4]).

Die Herrschaft einer Zentralnotenbank über den Geldmarkt gelingt mehr oder weniger leicht, je nach der Eigenwilligkeit der dortigen Zinsbildung. Es liegt in der Funktion der Mitgliedsbanken, die — wie erwähnt — den Geldmarkt stark beeinflussen, daß sie häufig eine andere als die von der Zentralnotenbank erstrebte Politik einschlagen. Ihre wirtschaftliche Bestimmung läßt die Banken nach möglichster Ausdehnung ihrer Kredite streben, die erst in der Notwendigkeit, auf den Stand der eigenen Liquidität Rücksicht zu nehmen, eine Grenze findet[5]). Auf der Verschiedenheit der Interessen und des bestehenden Aufgabenkreises beruht daher leicht die Möglichkeit eines Gegensatzes zwischen der Politik der Zentral-

1) Benjamin Haggott Beckhart, The Discount Policy of the Federal Reserve System, New York, 1924, p. 58. Felix Somary, Bankpolitik, 2. Aufl., Tübingen, 1930, p. 133.
2) Plenge, a. a. O., p. 191.
3) Zitiert bei Schmitt, a. a. O., p. 50.
4) R. G. Hawtrey, The Art of Central Banking, London, 1932, p. 287.
5) Baerlecken, a. a. O., p. 13.

notenbank und der der Mitgliedsbanken. Die jeweilige Stärke beider ist bei der Beurteilung aller konjunkturpolitischen Maßnahmen stets genau zu beachten. Ja man kann sogar sagen, daß gerade im Verhältnis der Zentralnotenbank zu den Mitgliedsbanken, bzw. zum Geldmarkt, das offensichtlich in den verschiedenen Ländern durch die geschichtliche Entwicklung, durch die Stellung der Zentralnotenbank im Staate, durch den Einfluß der Gesetzgebung und der nationalen Gepflogenheiten verschieden geartet und auch dauernden Schwankungen unterworfen ist, die Schlüsselstellung jeder Kreditpolitik liegt. Für dieses Verhältnis ist von ausschlaggebender Bedeutung, inwieweit der Geldmarkt über selbständige Mittel verfügt, und ob er in seiner Geldbeschaffung zum großen Teil von der Zentralnotenbank abhängig ist oder nicht.

Bereits vor dem Kriege hatte die Entwicklung immer mehr dazu geführt, daß die Zentralnotenbanken, die bis in die zweite Hälfte des 19. Jahrhunderts die Herrschaft über den Geldmarkt besaßen, in eine Stellung gedrängt wurden, die in günstigen Zeiten mehr subsidiären Charakter hatte, im Zenit einer Konjunkturperiode, in Kriegs- und Panikzeiten jedoch für den Geldmarkt durch die entscheidende Stützung eine Bedeutung gewann[6]). Der Einfluß des Banksatzes war auf dem Höhepunkt der Konjunktur am stärksten, sank aber fast unmittelbar darnach auf sein Minimum[7]). Die Entwicklung war natürlich nicht in allen Ländern gleich. In England wurde durch die Entstehung von Aktienbanken um die Mitte der 30iger Jahre des vorigen Jahrhunderts das Geldschöpfungsmonopol der Bank von England in Frage gestellt. Jedoch konnte Bagehot noch im Jaher 1873 schreiben: „At all ordinary times there is not enough money in Lombart Street to discount all the bills in Lombard Street without taking some money from the Bank of England"[8]). Die Fähigkeit der Bank von England, ihren Banksatz wirksam zu machen, nahm seit der Zeit dauernd ab[9]). Die Herrschaft über den Geldmarkt war durch eine einseitige Diskontfestsetzung nicht gewährleistet, sodaß die Bank von England ihre Politik durch jene des Marktes wiederholt durchkreuzt sah[10]). Auch für Deutschland sind ähnliche Feststellungen zu machen. So berichtet Plenge von den beweglichen Klagen der Reichsbank über einen zu selbständigen Geldmarkt neben ihr[11]). Im Gegensatz zu diesen Ländern

---

6) Somary, a. a. O., p. 22.
7) Somary, a. a. O., p. 73.
8) Walter Bagehot, Lombard Street. A Description of the Money Market, New Ed., London, 1927, p. 110.
9) J. E. Norton, The Bank of England and the Money Market, Political Science Quarterly, vol. 36, New York, 1921, p. 436.
10) Somary, a. a. O., p. 136.
11) Plenge, a. a. O., p. 243.

war Frankreich meistens in einer anderen Lage. Seit Jahrzehnten brauchte die Bank von Frankreich eine abweichende Politik des Geldmarktes kaum zu befürchten, weil die Zahl der Geldgeber auf dem Pariser Geldmarkt stets gering war[12]).

Da die Zentralnotenbanken ihre Politik nicht auf die Dauer zur Aussichtslosigkeit verurteilt sehen wollten, entwickelten sie nach und nach Maßnahmen zur Sicherung ihres Einflusses auf dem Geldmarkt. Die einzelnen sowohl vorgeschlagenen als auch ergriffenen Maßnahmen wurden zunächst nicht als Mittel zur Betreibung einer Konjunkturpolitik aufgefaßt, sondern bezweckten, wie wir schon geschildert haben, im Interesse der Aufrechterhaltung des Mechanismus des Goldstandards, d. h. also im Interesse ihrer eigenen Liquidität, eine Korrektur unerwünschter Konstellationen am Geldmarkt herbeizuführen. Aber von dem Versuche einer Beherrschung, bzw. einer Beeinflussung des Geldmarktes bis zum Versuche einer konjunkturpolitischen Kreditkontrolle ist sicherlich kein allzu großer Schritt. Ein Unterschied zwischen den Maßnahmen beider Zielsetzungen besteht wahrscheinlich nur auf Grund der Verschiedenheit der Erkenntnisse in dem Zeitpunkt der Anwendung und in der jeweiligen Intensität der zu ergreifenden Maßnahmen. Als wichtigste können betrachtet werden:

1. Maßnahmen im Rahmen der Diskontpolitik.
   a) Diskontänderungen und unterschiedliche Diskontsätze.
   b) Quantitative Kreditrestriktion.
   c) Qualitative Kreditkontrolle.
2. Moralische Beeinflussungspolitik
3. Depositenzinspolitik.
4. Offene Marktpolitik.

2. Maßnahmen im Rahmen der Diskontpolitik.

1. a) Die Diskontpolitik stellt wohl eines der wichtigsten Mittel der Zentralnotenbanken zur Beherrschung des Geldmarktes dar. Jedoch allein die Tatsache, daß wir auch die Verwendung anderer Mittel vorfinden, läßt darauf schließen, daß die Diskontpolitik in vielen Fällen als nicht hinreichend betrachtet wurde. Zur Stärkung der Stellung der Zentralnotenbank wurde daher gelegentlich die Diskontpolitik so gehandhabt, daß Wechsel von verschiedenem Charakter zu verschiedenen Diskontsätzen hereingeommen wurden.

In dieser Weise haben vor dem Kriege sowohl die Reichsbank als auch die Bank von England Wechsel zu einem sog. Privatsatz dis-

12) Somary, a. a. O., p. 136.

kontiert[13]). In Deutschland wurde bei der Erneuerung des deutschen Bankgesetzes im Jahre 1889 über das der Reichsbank seit 1880 gewährte Recht, Wechselkredite zu einem niederigeren Satz als dem Banksatz zu geben, besonders seitens der anderen Banken heftig gestritten und um ein Verbot solcher Geschäfte gerungen. Man einigte sich, daß nur bis 1901 ein willkürlicher Privatsatz gewährt und nachher nur noch zum Banksatz diskontiert werden dürfte. Die Reichsbank vertrat allerdings nach wie vor den Standpunkt, daß ihr diese Maßnahme sehr zweckdienlich sei, da sie bei großer Geldflüssigkeit wegen der Konkurrenz der Privatbanken ohne die Festsetzung eines Privatsatzes nur geringe Möglichkeit habe, mit dem Geldmarkt in Fühlung zu bleiben[14]).

Auch von England her kennen wir unterschiedliche Diskontsätze. Dort wurde bereits im Jahre 1878 von der Bank von England bekanntgegeben, daß sie manchen Kunden gegenüber unter Banksatz diskontieren würde[15]).

Von größerem Ausmaß ist die sog. Acceptance Policy der Federal Reserve Banks, die im Ankauf von Bankers' Acceptances besteht.

Für die gesamte Kreditpolitik hat freilich die Politik der Differenzierung der Diskontsätze nirgends entscheidende Bedeutung gewonnen.

1. b) Sehr häufig und fast ausschließlich in Deutschland wurde das Mittel der quantitativen Kreditrestriktion angewendet. Es handelt sich hierbei um die Festsetzung von Kredithöchstgrenzen, die meistens im Zusammenhang mit Diskonterhöhungen vorgenommen werden. Beispiele solcher Politik finden sich besonders in neuerer Zeit. Zu erwähnen sind die Kreditrestriktionen von 1924 zur Sicherung des Stabilisierungswerkes, von 1929 bei den Young-Plan-Verhandlungen in Paris zur Verhinderung der Kapitalflucht und der Valutaverschlechterung, und schließlich die Kreditrestriktion zur Zeit der Bankenkrise von 1931[16]).

1. c) Ferner wurde bei einzelnen Zentralnotenbanken eine qualitative Kreditkontrolle auszuüben versucht. Es wird bezweckt, weniger den Geldmarkt zu beeinflussen, als vielmehr den Krediten eine gewisse Direktive zu geben, bzw. bestimmte Wirtschaftskreise von der Kreditgewährung überhaupt auszuschließen. Die diesem Mittel zugrundeliegenden Vorstellungen sind mit der Banking Theorie eng verwachsen.

---

13) Beckhart, a. a. O., p. 61.

14) Scharling, a. a. O., p. 256, Walter Lotz, Geschichte und Kritik des deutschen Bankgesetzes vom 18. März 1875, Leipzig, 1888, p. 292, 293.

15) Norton, a. a. O., p. 436.

16) Siehe Untersuchungen des Bankwesens 1933 (Bankenquete 1933) I. Teil Bd. 1 und 2, Vorbereitendes Material, Berlin, 1933, besonders pp. 200, 208, 228, 230.

So erhofften besonders in den Vereinigten Staaten die Federal Reserve Banks eine qualitative Kreditkontrolle zu bewerkstelligen, indem sie zu verschiedenen Zeitpunkten gewissen Kreisen, wie z. B. der Landwirtschaft, die Möglichkeit zur Verwendung von Federal Reserve-Mitteln erleichterten. Gleichzeitig versuchte man aus prinzipiellen Erwägungen heraus, die Kreditgewährung an die Börsenspekulation zu verhindern und Kredite auf „productive uses"[17]) zu beschränken. Solche Maßnahmen sind aber meistens ohne Erfolg geblieben. Landwirtschaftliche Kredite können zur Börse abwandern, Börsenkredite können der Landwirtschaft zugute kommen. Trotz hohen Anforderungen an die zum Diskont eingereichten Wechsel ist es diesen nicht anzusehen, wohin letzten Endes das Geld fließen wird[18]). Es ist eine alte Erfahrung der Bankpraxis, daß die Mitgliedsbanken der Zentralnotenbank regelmäßig erst nach Verschlechterung ihrer Liquidität Wechsel zum Diskont einreichen, die zu dem Verwendungszweck der Gelder in gar keiner Beziehung stehen[19]).

3. Moralische Beeinflussungspolitik.

2. Als weiteres Mittel einer Zentralnotenbank, um den Geldmarkt zu beherrschen, kennen wir die moralische Beeinflussungspolitik[20]). Darunter verstehen wir alle diejenigen Anregungen, die von einer Zentralnotenbank dank ihres Prestiges und dank ihrer bevorzugten Stellung im Banksystem den Mitgliedsbanken gegenüber gemacht werden, um auf dem Wege freiwilliger Mitarbeit oder durch rein immateriellen Druck ein bestimmtes im Rahmen der Kreditpolitik gelegenes Ziel zu erreichen.

Fast alle Zentralnotenbanken haben schon dieses Mittel im Zusammenhang mit der Diskontpolitik herangezogen. Im Vorkriegsdeutschland wurde z. B. von der Reichsbank behauptet, daß sie zu verschiedenen Zeiten an das nationale Verantwortungsgefühl der größeren Banken appelliert hat, ihre Zinssätze mit dem Banksatz zu erhöhen, damit nicht die Bestrebungen der Reichsbank, die Wechselkurse zu verbessern, erfolglos bleiben würden[21]). Auch die Bank

17) Annual Report 1923, Federal Reserve Board, p. 34.

18) S. E. Harris, Twenty Years of Federal Reserve Policy, Cambridge, Mass., 1933, p. 5.

19) „It was admitted by Governor Young of the Federal Reserve Board that Reserve Funds could not be earmarked", zit. Harris a. a. O., p. 226. „The Board admitted that it could not identify the use of Reserve Funds", zit. Harris, a. a. O., p. 17. „No qualitative control possible", MacMillan Report, a. a. O., p. 128.

20) In den angelsächsischen Ländern als „Moral Suasion" bezeichnet Siehe z. B. Harris, a. a. O., p. 199.

21) Beckhart, a. a. O., p. 61.

von England war des öfteren genötigt, die freiwillige Mitarbeit[22]) der Joint Stock Banks zum Schutze ihrer Reserven zu beanspruchen[23]). Die größte Rolle spielt jedoch die moralische Beeinflussungspolitik in den Vereinigten Staaten. Die Federal Reserve Banks verlangen von jeher die Mitarbeit der Member Banks bei der Lösung der kreditpolitischen Aufgaben. So machen sie Vorschläge und Empfehlungen, stellen unangenehme Fragen[24]) über deren Kreditpolitik, ja versuchen letztere selbst zu bestimmen, üben Druck aus auf solche Member Banks, die angeblich zu stark oder zu lang anhaltend verschuldet sind[25]), und ähnliches mehr. Auch eine qualitative Kreditkontrolle wird verschiedentlich damit zu erreichen erhofft.

4. Depositenzinspolitik.

3. Ein sehr problematisches Instrument der Kreditpolitik ist die Gewährung von Zinsen auf Depositenkonten der Zentralnotenbank, um — nach dem Vorschlag der französischen Bankenquete — bei passender Gelegenheit den Mitgliedsbanken, bzw. dem Geldmarkt Mittel zu entziehen[26]). Durch Veränderung des Zinssatzes sollte auch jeweils die Höhe dieser Entziehungen kontrolliert werden können.

Es besteht kein Zweifel, daß durch eine solche Politik Gelder zu der Zentralnotenbank wandern würden[27]). Eine andere Frage ist allerdings, was mit diesen neuen Mitteln geschehen, d. h. wie die Zentralnotenbank sie anlegen soll. Wenn sie diese zum Ankauf von Staatspapieren[28]) verwendet, käme vielleicht nur ein fiskalisches Interesse auf seine Rechnung[29]), auch wäre der Verwendungszwang der Diskontpolitik schwer zuträglich[30]), da die Zentralnotenbank sowohl eine Aktiv- als auch eine Passivzinspolitik betreiben müßte.

Aber die schwerwiegendste Kritik der Depositenzinspolitik ergibt sich aus der Erkenntnis, daß die Guthaben der Zentralnotenbanken genau so eine Geldfunktion ausüben und genau so Geld sind wie die Banknoten. Durch die Depositenzinszahlung wird nur eine

22) „This cooperation has not always been forthcoming". Hartley Withers, The Meaning of Money, 2 nd Ed., London, 1909, p. 236.
23) Norton, a. a. O., p. 437.
24) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 240.
25) Harris, a. a. O., p. 16 ff., p. 199 ff.
26) Leorge L. Ayre, How to Strenghten and Maintain our National Gold Reserves, The Bankers' Insurance Managers' and Agents' Magazine, London, 1901, vol. 72, Nr. 692, p. 595.
27) A. Andréadès, History of the Bank of England, 1640—1903, London, 1909, p. 309.
28) Vorschlag des Herrn v. Lumm, zit. Plenge, a. a. O., p. 200.
29) Plenge, a. a. O., p. 200.
30) Somary, a. a. O., p. 136.

Geldart zu Gunsten der anderen ausgetauscht, ohne daß die gesamte Zentralnotenbankgeldmenge sich verringert und das auf dieser Geldbasis errichtete Kreditgebäude eine Veränderung erfährt.

Aus allen diesen Erwägungen heraus ist es verständlich, daß die Depositenzinspolitik von den Zentralnotenbanken — abgesehen von einem kurzen Versuche der Bank von England während des Weltkrieges[31]) — kaum angewandt wurde[32]).

5. Offene Marktpolitik.

4. Schließlich dienen zur Beherrschung des Geldmarktes alle diejenigen Maßnahmen der Zentralnotenbanken, die unter den Begriff der offenen Marktpolitik fallen, und deren Untersuchung und Darstellung das eigentliche Thema dieser Arbeit bildet.

Die offene Marktpolitik steht im Gegensatz zu den anderen bisher geschilderten Maßnahmen, welche alle mehr oder weniger eines gemeinsam haben: Die Zentralnotenbank setzt Bedingungen fest, unter denen sie gewillt ist, den Mitgliedsbanken oder dem Geldmarkt Geld oder Kredit zur Verfügung zu stellen. Beide entscheiden aber von sich aus, inwieweit sie tatsächlich durch Eingehen auf die Bedingungen der Zentralnotenbank die Geld- und Kreditmenge verändern. Da die Zentralnotenbank zusehen muß, ob ihre Bedingungen überhaupt von den Kreditsuchenden beachtet werden und in einer gewünschten Richtung auf eine Veränderung der Kreditnachfrage von Erfolg sind oder nicht, so nimmt sie dabei eine rein passive Haltung ein. Bei der offenen Marktpolitik hingegen tritt die Zentralnotenbank volständig aktiv in Erscheinung. Was ist nun offene Marktpolitik?

Unter offener Marktpolitik verstehen wir jede mit irgend einem beliebigen Kontrahenten, d. h. also am offenen Markt abgeschlossene, der eigenen Initiative der Zentralnotenbank entsprungene kreditpolitische Transaktion, die entweder durch eine Veränderung der Höhe oder der Zusammensetzung der Zentralnotenbank-Aktiven oder -Passiven den Geldmarkt und/oder den Kapitalmarkt willkürlich zu beeinflussen bezweckt.

Diese sehr weit gefaßte Definition der offenen Marktpolitik werden wir später in Anlehnung an die Anschauungen der Bankpolitik einengen müssen. Vorläufig möchten wir aber darauf hinweisen, daß sehr viele Operationen einer Zentralnotenbank den Charakter der offenen Marktpolitik aufzuweisen vermögen.

---

31) Willy Elmendorff. Die Diskontpolitik der Bank von England während des Krieges 1914—1919, Diss. Freiburg, 1927, p. 100; siehe auch Norton, a. a. O., p. 442.

32) Die Reichsbank hat seit Mai 1879 keine verzinslichen Depositen mehr angenommen. Baerlecken, a. a. O., p. 19.

Da die Wirksamkeit der offenen Marktpolitik sich aus der Tatsache ergibt, daß die Verbindlichkeiten der Zentralnotenbank, das sind also ihre ausgegebenen Banknoten und ihre Depositen, Geld sind, und jede Abnahme oder Zunahme der Aktiven auch diese Passiven verändern kann, so sind offene Marktoperationen in Grundstücken am Immobilienmarkt, in Gold an einem freien Goldmarkt, in Aktien an der Aktienbörse genau so denkbar, wenn auch aus vielen Erwägungen heraus praktisch nicht wahrscheinlich, wie die üblichen Operationen in festverzinslichen Wertpapieren.

Auch ein selbständiger An- und Verkauf von Wechseln kann hierher gehören. Tatsächlich wurde auch in der Vorkriegszeit zur Erzielung einer Geldknappheit verschiedentlich vorgeschlagen, die von der Zentralnotenbank hereingenommenen Wechsel wieder am Geldmarkt zu rediskontieren[33]). In dem alten deutschen Bankgesetz von 1875[34]) war sogar der Reichsbank in diesem Sinne das Recht zur Weiterveräußerung der erworbenen Wechselforderungen eingeräumt worden. Aber aus manchen Gründen wurde dieses Mittel anscheinend nie angewendet. Einerseits können ja auch Schwierigkeiten wegen den Bestimmungen der Notendeckung bestehen[35]), falls nämlich der Gegenwert nicht in Banknoten, sondern durch Belastung der Depositen eingeht, andererseits wird nur von Fall zu Fall zu entscheiden sein, ob die Wechsel in ihrer Fristigkeit sich zur Weiterbegebung eignen[36]). Die Reichsbank selbst lehnte in der Vorkriegszeit die Rediskontierung ab, da sie angeblich nicht eine höhere Kreditinstanz in Anspruch nehmen könne[37]). Es dreht sich aber hierbei keineswegs um eine Maßnahme zur Flüssigmachung der Reichsbank, sondern um eine zur Verknappung des Geldmarktes. Daher sind auch alle Einwände, die die internationale Kritik[38]) oder die Blamage vor der ganzen Welt[39]) betonen, gänzlich irrelevant.

Nach dem Kriege hat sogar die Reichsbank selbst einen Schulfall dieser Art geliefert. In den Jahren 1924/25 wurden private Wechsel in größerem Umfange an öffentliche Stellen in Rediskont gegeben. Auch wenn es sich hier nur um eine interne Weiterbegebung handelte, da die Wechsel in öffentlicher Hand blieben, trugen diese

33) Plenge, a. a. O., p. 198, 383—388. Plutus 1912, p. 482, zit. Plenge, a. a. O., p. 384.
34) Bankgesetz § 8 und 13, siehe Plenge, a. a. O., p. 384 und Franz Richter, Studien über die Diskontpolitik der Zentralnotenbanken unter näherer Berücksichtigung der Bank von England, Bank von Frankreich und der Reichsbank, Diss. Heidelberg, 1901, p. 11.
35) Plenge, a. a. O., p. 199.
36) Schmitt, a. a. O., p. 135.
37) Baerlecken, a. a. O., p. 36.
38) Somary, a. a. O., p. 136.
39) Rinkel, Bankenquete 1908, zit. Plenge a. a. O., p. 384.

Transaktionen eindeutig den Charakter der offenen Marktpolitik, zumal dabei eine Veränderung der Geldmenge eintreten mußte.

Dasselbe Ziel verfolgen auch die Vorschläge, die von der Zentralnotenbank je nach der Lage des Geldmarktes den Verkauf von selbstausgestellten, verzinslichen, kurzfristigen Schatzscheinen[40]) oder die Akzeptanbietung[41]) am Geldmarkt verlangen.

Man ist auch auf den Gedanken gekommen, bei starker Flüssigkeit auf dem Geldmarkt, diesen einfach durch eine direkte Kreditaufnahme von der Zentralnotenbank aus zu verknappen. Die Bank von England hat dazu verschiedentlich Geld, das sie garnicht benötigte, und für das sie sogar noch Zinsen zahlen mußte, geborgt[42]). Dabei wurden meistens ihre Bestände an Wertpapieren durch die Tatsache vermindert, daß ein Teil von ihnen an den Darlehensgeber verpfändet wurde. Gleichzeitig beschränkte der von ihr ausgeborgte Betrag in gleicher Höhe die Guthaben der Mitgliedsbanken, verengte damit die Kreditbasis, und brachte die Geldmarktsätze wieder in einen gewissen Zusammenhang zum Banksatz.

Die bedeutendste und die wegen ihres vielseitigen Einflusses auf Geld- und Kapitalmarkt am meisten verwendete Variante der offenen Marktpolitik besteht aus dem Ankauf und Verkauf von festverzinslichen Wertpapieren (im Sinne von kurz- oder langfristigen Effekten) durch die Zentralnotenbank.

Im Anschluß an die bisherigen offenen Marktoperationen der Zentralnotenbanken werden wir den Begriff der offenen Marktpolitik von jetzt ab auf diesen Fall beschränken. Wir verstehen also unter offener Marktpolitik den An- und Verkauf von Wertpapieren aus der eigenen Initiative der Zentralnotenbank heraus, zum Zwecke der Beeinflussung des Geldmarktes[43]) und/oder des Kapitalmarktes.

Wir lehnen uns also bewußt bei dem der Zentralnotenbankpraxis entstammenden Begriff an die Anschauungen der Praxis an, wenn auch mit einigen Einschränkungen[44]). Das bedeutet keineswegs, daß wir eine praktische Bezeichnung kritiklos übernehmen, wir dürfen aber auch keinen wirklichkeitsfremden Begriff prägen.

Nachdem wir nun aufgezeigt haben, was unter offener Marktpolitik verstanden werden soll, werden wir als nächsten Schritt die praktischen Erfahrungen mit der offenen Marktpolitik und zwar zuerst

---

40) Somary, a. a. O., p. 135.

41) Plenge, a. a. O., p. 388.

42) Interviews on the Banking and Currency Systems of England, Scotland, France, Germany, Switzerland and Italy, 61 st. Congress 2 d Session 1909—1910, Senate Documents vol. 14 1910 Doc. Nr. 405, p. 29.

43) Aehnlich auch Burgess, a. a. O., p. 206.

44) So fassen wir z. B. die amerikanischen offenen Marktoperationen mit Bankers' Acceptances wegen Mangel an Federal Reserve Bank Initiative bei dem Ankauf überhaupt nicht als offene Marktpolitik auf.

in England, dann in den Vereinigten Staaten und schließlich in Deutschland darzustellen haben.

IV. Darstellung der offenen Marktpolitik.

1. Die offene Marktpolitik in England.

a) Offene Marktpolitik vor 1914.

Die ersten Anfänge der offenen Marktpolitik, hauptsächlich zur Kontrolle des Geldmarktes, aber keineswegs zu konjunkturpolitischen Zwecken[1]), entwickelten sich in England. Vor 1825 hatte die Bank von England vorwiegend Wechselkredite[2]) gewährt, aber die Panik dieses Jahres zwang sie, Kredite auch auf Grund von Wertpapieren zu geben und den starken Geldmangel auf dem Geldmarkt durch Kauf von Exchequer Bills zu beheben[3]).

Ueber die Zweckmäßigkeit und die Wirkung einer offenen Marktpolitik war besonders Horsley Palmer im Jahre 1832 — im Gegensatz zu den stark vorwiegenden geldtheoretischen Unkenntnissen seiner Zeitgenossen — sich im klaren. So sagte er: „The Bank are very anxious not to exercise any power. Though the Bank possessed the power of extending or diminishing the circulation without waiting for the influence of the public, they would not, except under special circumstances either forcibly contract their issues by sale of securities during an unfavourable course of exchange . . . . or forcibly extend their issues by a purchase of securities, when the exchange was favourable"[4]). Die offene Marktpolitik wurde demnach bewußt in den Dienst der Wechselkursbeeinflussung gestellt, da die Diskontpolitik mit einem Diskont, der damals durch Tradition und auf Grund der Wuchergesetze nicht weiter als zwischen 4 und 5% schwanken konnte, zur Herbeiführung einer Veränderung der Geldmenge — und damit des Preisniveaus — vollständig ungenügend war[5]).

Aber nicht alle Transaktionen in Wertpapieren verfolgten denselben Zweck. Abgesehen von den Government Securities, die spä-

---

1) Schmitt, a. a. O., p. 60.
2) Nach 1821 (Ende der Restriktionsperiode) bestanden die Aktiven der Bank von England schon aus Exchequer Bills und Government Securities, die aber bei Zunahme des Diskontgeschäftes stark zurückgingen. — Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 121.
3) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 122.
4) Gregory, Introduction, a. a. O., p. 51.
5) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 136.

ter gemäß dem Bank-Akt von 1844 als „Fiduciary Issue" zur Notendeckung verwendet und dem „Issue Department" unterstellt wurden, besaß die Bank von England zur Aufrechterhaltung ihrer werbenden Anlagen gewisse Bestände an Wertpapieren[6]). Fiel der Marktsatz unter Banksatz, so wurde weniger von der Bank von England geborgt; verringerten sich ihre Diskontbestände, so kaufte sie an deren Stelle einen entsprechenden Betrag Government Securities. Umgekehrt, wenn der Marktsatz über Banksatz stieg, konnte sie trotz den Bestimmungen der Notendeckung, nur £ 14 000 000 Banknoten gegen Effektendeckung zu emittieren, die Wirtschaft durch Kredite weiterhin unterstützen, indem sie durch Verkauf von Government Securities für die Diskontierung von Handelswechseln Platz machte[7]). Wir sehen, daß soweit der eine Posten den anderen verdrängte, eine Veränderung in der Höhe der zirkulierenden Geldmenge überhaupt nicht eintrat — eine Politik, die unserer heutigen Auffassung wenig wirksam zu sein scheint. Solche Maßnahmen hatten auch mit offener Marktpolitik und mit einer Herrschaft über den Geldmarkt recht wenig zu tun.

Anders dagegen waren alle diejenigen Maßnahmen, die auf das Wirksamwerden des Banksatzes abzielten. Solange der Geldmarkt wie zu Zeiten Bagehots, — besonders bei wirtschaftlicher Aktivität, bei den Steuerzahlungen im ersten Quartal, am Ende jedes Quartals, wenn die Bankbilanzen aufgestellt wurden und schließlich noch jeweils im Herbst[8]), — die Bank von England zur Ermöglichung des Ausgleiches zwischen Kreditnachfrage und Kreditangebot in Anspruch nehmen mußte, oder wie es ausgedrückt wurde: solange der Markt in die Bank ging[9]), solange genügte auch die Diskontpolitik zur Beherrschung des Geldmarktes. Aber mit zunehmender Stärke der Joint Stock Banks wurde der Banksatz immer weniger wirksam. Man mußte versuchen, den Markt „in die Bank" zu treiben. Und hier griff man wieder zur offenen Marktpolitik. Man verkaufte bei Gelegenheit, wenn auch anscheinend ziemlich selten, die primär aus Erwerbsgründen angeschafften Exchequer Bills, Treasury Bills, Consols oder Indian Treasury Bills. Dadurch wurde der Geldmarkt verknappt, der Diskontsatz evtl. wirksam und entweder die Reserve des „Banking Department", die aus nicht in der Zirkulation befindlichen, aber vom „Issue Department" emittierten Banknoten besteht ,erhöht oder die Depositen durch Belastungen vermindert. Die gleiche Wirkung hatte auch ein Verfallenlassen von Treasury Bills, wodurch die neuen Emissionen des Schatzamtes auf den Geldmarkt fielen und diesen verknappten.

---

6) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 136.
7) Kepper, a. a. O., p. 126.
8) Norton, a. a. O., p. 438.
9) Elmendorff, a. a. O., p. 34.

Im 19. Jahrhundert wurde auch das „Borrowing on Consols" eingeführt, das einen Kompromiß zwischen dem Einengen des Geldmarktes durch direkte Geldaufnahme auf dem Markt und dem Verkauf von Wertpapieren darstellte[10]). Wenn es offensichtlich wurde, daß durch den Ueberfluß am Geldmarkt der Marktsatz dem Banksatz nicht folgte, wurden Consols, manchmal auch Exchequer Bonds, per Kasse verkauft und ein gleicher Betrag per Termin zurückgekauft (Sale with repurchase agreement)[11]). Das Ergebnis war, daß die Depositen bei der Bank von England sich reduzierten und die Bank von England von der Börse für 14 Tage oder weniger zum Contangosatze Geld borgte[12]). Heutzutage wird jedoch dieses Verfahren als „Relic of past history"[13]) bezeichnet und kaum mehr angewandt.

b) Offene Marktpolitik während des Krieges.

Auch während des Weltkrieges griff man in England zur offenen Marktpolitik. Nach dessen Ausbruch wurden in England große, wenn auch vergebliche Anstrengungen gemacht, die Wechselkurse stabil zu halten. Da der Banksatz gänzlich wirkungslos geworden war[14]), sah sich die Bank von England häufig veranlaßt, den Geldmarkt zu verknappen. Aber durch die Politik der Regierung, den Staatshaushalt nicht durch Steuern und Zölle, sondern im Wege der Kreditaufnahme zum Ausgleich zu bringen, war der Geldmarkt ganz außergewöhnlich flüssig geworden. Die Depositen der Bank von England, die für die Kreditausweitungsmöglichkeit der Joint Stock Banks von großer Bedeutung waren, hatten sich allein schon durch die Tatsache vermehrt, daß das Government Securities-Konto der Bank von England von £ 11 000 000 im August 1914 auf über £ 58 600 000 im Juli 1918 anstieg. Ebenso bedeutete die Einführung der Currency Notes im August 1914 eine starke Vermehrung der zirkulierenden Geldmenge und gestattete den Banken unbeschränkt, sich immer wieder neue Geldkredite zu beschaffen. Die Geldflüssigkeit führte sogar zu dem anomalen Fall, daß die Banken zur Verwendung ihrer Mittel die Aktivzinssätze unter die Depositenzinssätze senkten. Unter diesen Umständen mußten die Versuche der Bank von England, wie z. B. Anfang 1915, durch Verkäufe von Wertpapieren die Geldmarktsätze zu versteifen, ohne durchgreifenden Erfolg bleiben. Erst als die englische Regierung nach Einführung einer neuen Treasury-Bill-Politik im Einvernehmen mit der

10) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 151.
11) Andréadès, a. a. O., p. 309.
12) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 151.
13) Sir Harvey vor dem MacMillan Committee, zit. Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 151.
14) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 151.

Bank von England die Gelder, die im Markt herumschwammen, an sich zog und festlegte, näherten sich die Marktsätze dem Banksatze zu. Das Ziel aber, die Parität der Wechselkurse aufrecht zu halten, wurde durch diese Maßnahmen nicht erreicht[15]).

Bei diesen bis jetzt geschilderten Wertpapierverkäufen oder bei dem „Borrowing on Consols" handelte es sich meistens um unbedeutende Einzelmaßnahmen zur Verknappung des Geldmarktes. Eine offene Marktpolitik im modernen Sinne bestand bis nach dem Kriege dem Wesen nach überhaupt nicht[16]). Die bisherigen Maßnahmen sind aber insofern interessant, als die Nachkriegs-Offene-Marktpolitik der Bank von England, wie wir jetzt sehen werden, mit den gleichen Waffen geführt wird.

c) Offene Marktpolitik nach dem Kriege.

Die offene Marktpolitik der Bank von England wurde seit dem Kriege in den Dienst der Kreditkontrolle gestellt. Bevor wir nun auf eine Schilderung der Organisation der offenen Marktpolitik eingehen wollen, müssen wir zuerst den jetzigen Aufbau des englischen Geld- und Kreditgebäudes erklären.

Die Bank von England diskontiert Wechsel hauptsächlich für die „Bill Brokers" oder, wie sie richtiger genannt werden, für die „Discount Houses"[17]). Die Joint Stock Banks dagegen reichen normalerweise überhaupt keine Wechsel bei der Bank von England ein. Die Beziehungen zu ihr kommen indirekt über den Diskontmarkt zustande[18]). Sie legen ihre überflüssigen Gelder auf kurze Sicht oder auf Widerruf dort an und ziehen diese „second line reserves" erst zurück, wenn sie eine Geldknappheit verspüren oder aus irgend einem Grunde über Barmittel verfügen wollen. Gerade in solchen Fällen werden dann die „Discount Houses" leicht veranlaßt, falls sie sich nicht Gelder von den Banken oder von anderen Quellen verschaffen können, die Bank von England in Anspruch zu nehmen und dort ihre Mittel wieder zu ergänzen. Die „primary reserves" der Joint Stock Banks bestehen aus „cash in hand" und aus „balances at the Bank of England", die trotz dem Fehlen von gesetzlichen Bestimmungen rein konventionell in einem annähernd festen Verhältnis zu ihren eigenen Depositen gehalten werden. Im ganzen betrugen diese „primary reserves" bei den zehn Londoner Clearing Banks in den Jahren 1920 bis 1930 zwischen 10,8% und 11,9% ihrer eigenen Depositen, wovon ca. die Hälfte, also 5 bis 5½% als Guthaben bei der Bank von England unterhalten wurden[19]).

15) Elmendorff, a. a. O., p. 53, 54, 71, 77, 93.
16) Keynes, Treatise on Money II, a. a. O., p. 229.
17) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 119.
18) MacMillan Report, a. a. O., p. 33.
19) MacMillan Report, a. a. O., p. 35.

Bedeutsam hierbei ist, daß die ganze Kreditpolitik der Clearing Banks von deren Liquiditätsreserven abhängt, d. h. vermehren sich diese Reserven, so werden schon allein aus Rentabilitätsrücksichten heraus neue Depositen in 10facher Höhe[20]) auf dem Kreditwege geschaffen. Umgekehrt, vermindern sich diese Liquiditätsreserven, so werden — diesmal aus Liquiditätsgründen — die Depositen durch Restriktion der Kreditgewährung, bzw. durch Kündigung gewährter Kredite um den 10fachen Betrag reduziert. Wenn nun die Kreditgewährung der Joint Stock Banks abhängig ist von der Höhe ihrer Liquiditätsreserven, und wenn die Bank von England die Fähigkeit besitzt, durch Vergrößerung oder Verkleinerung ihrer eigenen Aktiven ihre Verbindlichkeiten, sei es in Form von Banknoten oder in Form von Depositen, die ja die Liquiditätsreserven der Joint Stock Banks darstellen, zu verändern, so kann zweifellos die Bank von England nicht nur die Geldmenge, sondern auch die gesamte auf den Reserven aufgebaute Kreditpolitik der Joint Stock Banks genau kontrollieren[21]).

Hier setzt nun die offene Marktpolitik ein. Durch Kauf und Verkauf von Wertpapieren, hauptsächlich Treasury Bills, wird das Kreditvolumen bestimmt. Bei einer solchen Wirkung der offenen Marktpolitik ist es verständlich, daß Keynes sie geradezu ideal nennt[22]). Die Möglichkeit der Bank von England, Wertpapierkäufe am offenen Markt vorzunehmen, hängt natürlich von ihrer eigenen Banknotenreserve ab. Umgekehrt müssen zur Verknappung des Geldmarktes genügende Bestände an Wertpapieren im Banking Department vorhanden sein, um je nach Bedarf Verkäufe am offenen Markt vornehmen zu können. Die Gefahr zu geringer Bestände wird durch die Möglichkeit verkleinert, daß sogar mit Zustimmung der Treasury die Government Securities im Issue Department verkauft werden dürfen[23]). Ganz abgesehen davon hält meistens auch die Bank von England einen größeren Posten bald fälliger Treasury Bills im Besitz. Dadurch kann sie jederzeit ihren Wertpapierbestand reduzieren, indem sie einfach die fälligen Treasury Bills nicht durch neue ersetzt[24]), wodurch sich ein Verkauf auf dem Markte erübrigt.

Die Wertpapierbestände der Bank von England betragen im allgemeinen gerade soviel, daß der Geldmarkt nicht von ihr borgen muß[25]), es sei denn, daß im Rahmen einer Geldverknappungspoli-

20) MacMillan Report, a. a. O., p. 33.
21) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 150.
22) Siehe Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 231.
23) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 286.
24) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 152.
25) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 288.

tik der Markt „ in die Bank“ zu gehen versucht und nur durch einen höheren Banksatz abgehalten werden werden kann.

Das Ausmaß der Operationen am offenen Markt ist seit 1928 aus den veröffentlichen Bilanzen der Bank von England ersichtlich. Aktiven, die auf Grund der Initiative des Geldmarktes der Bank gebracht werden, sind als „Discounts and Advances“ ausgewiesen, während alle durch die eigene Initiative der Bank von England erworbenen Aktiven entweder unter „Government Securities“, d. s. direkte Verpflichtungen der Britischen Regierung, einschließlich Treasury Bills, oder unter „Securities“, d. s. durch die Britische Regierung garantierte Schuldverschreibungen, Indian, Colonial oder ausländische Wertpapiere, aufgeführt sind[26]).

Die praktische Anwendung der offenen Marktpolitik und auch der Diskonpolitik durch die Bank von England in den Jahren 1925 bis 1931 brachte keine dauernde wirtschaftliche Belebung. Allerdings versuchte die Bank von England ihre Ausleihungen auf gleicher Höhe zu halten. Mittels beider Instrumente verhinderte sie, daß die volle Schärfe der internationalen Goldbewegungen das Kreditvolumen insoweit beeinflusse, als es direkt durch steigende Banksätze hätte berührt werden können. Aber gerade in den Jahren nach 1925 mußte sich die Bank von England fünf großen Erscheinungen anpassen: erstens die Rückkehr zum Golde selbst, zweitens die Einführung einer Geldverflüssigungspolitik in den Vereinigten Staaten im Jahre 1927, drittens die Börsenhausse ebendort, viertens die Goldanziehungspolitik Frankreichs 1928 bis 1929[27]) und fünftens der internationale Run auf England im Jahre 1931.

Zweifellos machte die Einführung der Goldwährung England von den Vorgängen außerhalb seines Inselreiches stark abhängig. Die Bank von England befand sich dauernd in der Verteidigung, sodaß eine Konjunkturpolitik mit großem Erfolg nicht betrieben werden konte. In diesem Sinne ist auch der Ausdruck von Keynes zu verstehen: „The use of gold as a monetary standard actually endangers the stability of the currency unit“[28]).

Erst sei dem Uebergang von der Goldwährung zu einer manipulierten Währung im September 1931 beginnt der Umschwung in der konjunkturellen Entwicklung Englands. Nach Loslösung von den weltwirtschaftlichen Spannungen wurde im Jahre 1932 im Rahmen der Bestrebungen zur Verflüssigung des Geldmarktes wieder offene Marktpolitik betrieben, die insofern sehr beachtlich ist, als sie in ihrer Auswirkung ein gutes Beispiel der von uns später zu entwickelnden Theorie darstellt. Hauptsächlich durch Operationen am

26) MacMillan Report, a. a. O., p. 30, Keynes, Credit Control, a. a. O., p. 552.
27) MacMillan Report, a. a. O., p. 77.
28) Keynes, zit. bei Hawtrey, Goldstandard, a. a. O., p. 101.

offenen Markte, daneben auch infolge Ankaufs indischen Goldes erhöhten sich die Barreserven der Kreditbanken um etwa £ 30.000.000, wonach eine Ausdehnung der Bankdepositen um rund £ 300.000.000, stattfand[29]). Dies führte allerdings nicht zu einer Erhöhung der Anleihungen, aber die dann einsetzende bedeutende Steigerung der Kreditbankanlagen in Wertpapieren förderte jene Konversions- und Emissionskonunktur, die bald danach zu voller Entfaltung gelangte[30]). Die Reduzierung nicht nur der kurzfristigen, sondern auch der langfristigen Zinsen mittels der Operationen am offenen Markte war also schließlich die Veranlassung, daß sich in England die Geschäftstätigkeit zusehends erweiterte, die — der allgemeinen Erkenntnis des Konjunkturverlaufes entsprechend — besonders den Kapitalgüterindustrien zugute kam.

2. Die offene Marktpolitik in den Vereinigten Staaten.

a) Einleitung.

Die Gründung des Federal Reserve Systems[31]) in den Vereinigten Staaten im Jahre 1913 öffnete ein neues Kapitel in der Entwicklung der Kreditkontrolle durch Zentralnotenbanken. Im Federal Reserve Act wurden schon die Bestimmungen für die Ausübung einer offenen Marktpolitik festgelegt, die seither in der Kreditpolitik der Vereinigten Staaten eine prominentere Rolle spielt als in irgend einem anderen Lande.

Wir sehen uns aus diesem Grunde veranlaßt, bei der Darstellung der offenen Marktpolitik des Federal Reserve-Systems länger zu verweilen, insbesondere da auch die dortigen Erfahrungen, die in stark bewegten und stark ausgeprägten Konjunkturzyklen gesammelt wurden, für die Darstellung und die Würdigung der offenen Marktpolitik als konjunkturpolitisches Instrument einer Zentralnotenbank nicht zu unterschätzen sind.

Mit der Inaugurierung der Federal Reserve Banks in den Vereinigten Staaten wurde eine zentralnotenbankähnliche Institution geschaffen, die im Gegensatz zu dem europäischen Prototyp und in Uebereinstimmung mit ihrem Namen eine wirkliche „Reserve"-Bank darstellte. Vor 1913 waren die meisten Banken gemäß den einzelstaatlichen Gesetzen, bezw. dem National Banking Act von 1863 verpflichtet, bis zu 33⅓% bzw. je nach der geographischen Lage zwischen 15 und 25% ihrer Depositenverbindlichkeiten als Reserve

29) Siehe Frankfurter Zeitung, 22. 4. 1934.
30) Siehe Frankfurter Zeitung, 12. 11. 1933.
31) „It was less British than the founders thought". Keynes, Credit Control, a. a. O., p. 551.

entweder in ihren eigenen Tresoren oder als Guthaben bei anderen Banken zu unterhalten. Da es keine oberste Kreditschöpfungsinstanz gab, waren diese Reserven in Panikzeiten teils zu klein, teils nicht mobilisierbar[32]). Der große Fehler dieses Systems lag eben in der Dezentralisation der Reserven. Der Federal Reserve Act übernahm nun den Gedanken der gesetzlichen Festlegung der Reserverhaltungsvorschriften, wobei aber die Reserven, die von den Member Banks, zu denen alle National Banks und alle dem Federal Reserve-System beigetretenen State Banks gehören, je nach ihrer Lage in „Central Reserve Cities" oder in „other Cities"[33]) in Höhe von 13% bezw. 10% und 7% ihrer „Demand Deposits" und jeweils 3% ihrer „Time Deposits"[34]) — diesmal aber alle zentralisiert — als Guthaben bei den Federal Reserve Banks unterhalten werden müssen. Man wird bemerken, daß in den Vereinigten Staaten durch Gesetz vorgeschrieben ist, was in England rein konventionell erreicht wird. Auch hier ist gerade das Verhältnis der Reserven zu den Depositen für den Aufbau des Kreditgebäudes und dadurch für dessen Kontrolle von Bedeutung.

Die den Federal Reserve Banks erteilte Autorisation zur Ausübung einer offenen Marktpolitik über die in den Ausschußberatungen stark gekämpft wurde[35]), ist unter Section 14 des Federal Reserve Act: „Open Market Powers" zu finden. Absatz 3 lautet:

„Every Federal Reserve Bank shall have power, to buy and sell at home or abroad bonds and notes of the United States and bills, notes, revenue bonds and warrants with a maturity from date of purchase of not exceeding 6 months, issued in anticipation of the collection of taxes or in anticipation of the receipt of assured revenue, by any state, county, district, or political subdivision or municipality in the continental U. S., including irrigation, drainage, and reclamation districts, such purchases to be made in accordance with rules and regulations prescribed by the Federal Reserve Board"[36]).

Daneben dürfen die Federal Reserve Banks seit 1923 auch Schuldverschreibungen der Federal Intermediate Credit Banks und der National Agricultural Credit Corporation kaufen und verkaufen[37]).

Die in Section 14, Abs. 1 erteilte Ermächtigung u. a. auch Banker's Bills zu kaufen und zu verkaufen, interessiert uns hier weniger. Bei solchen Transaktionen am offenen Markt, die allerdings in den

---

332) Edie, a. a. O., p. 561.

33) Chas. A. Peple, Questions and Answers on the Federal Reserve System, Richmond, Va., 1926, p. 86, 87.

34) Diese Sätze nach dem Federal Reserve Act-Amendment 1917; siehe Burgess, a. a. O., p. 31.

35) H. Parker Willis, Central Banking, Encyclopaedia of Social Sciences, New York 19331, p. 304.

36) Zit. Beckhart, a. a. O., p. 167.

37) Beckhart, a. a. O., p. 144.

Vereinigten Staaten auch unter offener Marktpolitik klassifiziert werden, liegt die Initiative — auf die es bei der offenen Marktpolitik bekanntlich ankommt — stets bei dem Geldmarkt, d. h. die Federal Reserve Banks setzen zwar einen Ankaufssatz, der meisten ½% unter Banksatz steht, fest, kaufen aber alle Bills, die ihnen von Members oder von Dealers offeriert werden[38]). Aus diesem Grunde scheiden diese Operationen, die eigentlich der Diskontpolitik näher stehen[39]), als Instrument der offenen Marktpolitik nach unserer Auffassung aus.

Ueber den Zweck der Einführung der „Open Market Powers" im Federal Reserve Act sind im Laufe der Zeit sehr viele Meinungen zum Ausdruck gekommen. So hörte man, diese beabsichtigten u. a., der Oeffentlichkeit Zugang zum Federal Reserve System zu gewähren oder den Geldmarkt zur niedrigen Zinsfestsetzung zu zwingen[40]). Daneben wurde behauptet, durch die Möglichkeit einer offenen Marktpolitik wären 1913 schon für eine Kreditkontrolle und für eine Kontrolle des Preisniveaus Vorkehrungen getroffen worden. Verschiedentlich wurde gerade dieser Gedankengang abgelehnt; es würden alle Beweise fehlen, die zeigen könnten, daß diese „Open Market Powers" zur Kreditkontrolle und zur Kontrolle des Preisniveaus vorgesehen wurden, schon allein deshalb, weil zur Zeit der Gründung des Federal Reserve-Systems die Emissionen an United States Bonds, die für eine offene Marktpolitik hauptsächlich in Frage kommen, sehr gering waren[41]). Trotzdem die einzelnen Absichten der Gesetzgeber hier nicht näher untersucht werden sollen, kann einwandfrei festgestellt werden, daß die Möglichkeit, durch offene Marktpolitik den Geldmarkt zu beeinflussen, von diesen auf Grund ihrer „Interviews" bei den europäischen Zentralnotenbanken bereits erkannt worden ist[42]).

b) Die Organisation der offenen Marktpolitik.

Die Ausführung der offenen Marktoperationen lag bis 1922 in den Händen der einzelnen Federal Reserve Banks. Jede Bank kaufte und verkaufte Wertpapiere am offenen Markt gemäß den Entscheidungen ihrer eigenen Leiter ohne Rücksicht auf die Maßnahmen der anderen Federal Reserve Banks. Dieses Verfahren hatte zur

---

38) Joseph Stagg Lawrence, Stabilization of Prices, New York, 1928, p. 120; Beckhart, a. a. O., p. 533.
39) So auch Harris, a. a. O., p. 320.
40) Harris, a. a. O., p. 145.
41) Lawrence, a. a. O., p. 242; Harris, a. a. O., p. 145.
42) Interviews on Banking and Currency Systems, a. a. O., bes. p. 29.

Folge, daß die verschiedenen Federal Reserve Banks miteinander im offenen Markte konkurrierten[43]), oder was für die gesamte Kreditpolitik noch sinnloser war, daß eine Federal Reserve Bank über dem offenen Markte einer anderen Federal Reserve Bank Wertpapierbestände abgab. Aus diesem Grunde sah man sich im Jahre 1922 veranlaßt, die offenen Marktoperationen der 12 Federal Reserve Banks zu koordinieren und setzte ein „Committee of Governors" ein, welches die Pflicht hatte, Käufe und Verkäufe von Government Securities im Auftrage der einzelnen Federal Reserve Banks auszuführen. Ein Jahr später organisierte dann der Federal Reserve Board — die Aufsichtsbehörde des ganzen Systems in Washington — ein „Open Market Investment Committee" das an die Stelle der alten Organisation trat[44]). Hierdurch sollte neben einer bseseren Konzentration der meisten Operationen auch erreicht werden, daß das Federal Reserve-System in größerer Harmonie mit dem Schatzamt arbeite. Es ist bemerkenswert, daß fast alle Aufträge am bedeutendsten Kapitalmarkt des Landes, in New York, ausgeführt werden[45]).

Da die offene Marktpolitik mit der Zeit mehr und mehr Bedeutung als kreditpolitisches Instrument gewann, machten sich seit 1928 Strömungen geltend, um dem Federal Reserve Board noch stärkeren Einfluß auf die offenen Marktoperationen zu geben, schon allein aus der Erkenntnis heraus, daß die einzelnen Federal Reserve Banks und der Federal Reserve Board ein gemeinsames Interesse und eine gemeinsame Verantwortung für die Kreditpolitik des Landes besitzen[46]). Im März 1930 trat an die Stelle des „Open Market Investment Committee" die „Open Market Policy Conference", bei der alle Federal Reserve Banks vertreten waren, und die dem Federal Reserve Board eine erhöhte Kontrolle über die offene Marktpolitik gewährte[47]). Mit dem Banking Act von 1933 ging man sogar in dieser Richtung noch einen Schritt weiter. Angeblich unter dem Vorwande, die Member Banks gegen Mißbrauch ihrer Guthaben auf unterirdischen, der Kenntnis und dem Verständnis der Oeffentlichkeit entzogenen Wegen zu schützen[48]), wurde die Leitung der gesamten offenen Marktpolitik des ganzen Systems in die Hände eines dem Federal Reserve Board unterstellten „Federal Open Market Committee"[49]) gelegt. Dem Federal Reserve Board wurden besondere Kontrollvollmachten für die

43) Burgess, a. a. O., p. 215—18.
44) Lawrence, a. a. O., p. 217, Beckhart, a. a. O., p. 507.
45) Burgess, a. a. O., p. 121, 219.
46) Harris, a. a. O., p. 153.
47) Harris, a. a. O., p. 154.
48) H. Parker Willis, Bankarchiv, 1. 11. 1933, p. 41.
49) Karl Milde, Bankarchiv, 15. 7. 1933.

Lenkung dieser Operationen in die Hand gegeben. Diese neue Komitee begutachtet und macht Vorschläge zur offenen Marktpolitik, aber der Federal Reserve Board entscheidet. Nur in Notfällen können die einzelnen Federal Reserve Banks auf eigene Verantwortung Government Securities aus dem offenen Markt nehmen, während sie Verkäufe von sich aus überhaupt nicht ausführen dürfen[50]).

c) Was bezweckte die offene Marktpolitik im einzelnen?

Nach Betrachtung dieser mehr technischen Seite der offenen Marktpolitik der Federal Reserve Banks werden wir uns jetzt mit der Politik als solcher und der jeweiligen Zielsetzung und den Anschauungen der Leiter beschäftigen.

Kurz ausgedrückt wurde die offene Marktpolitik zu folgenden Zwecken verwendet:

1. als Mittel im Rahmen der allgemeinen Kredit- und Konjunkturpolitik.
2. zur Erhaltung der werbenden Anlagen[51]).
3. Zur Verhinderung der Geldmarktanspannung und -verknappung am Jahresultimo[52]), im Frühjahr oder im Herbst[53]).
4. zum Aufsaugen der großen vierteljährlichen Schatzamtrückzahlungen auf die Treasury Certificates, die bis zu dem Termin der Steuerzahlung den Geldwert in unangebrachter Weise verflüssigen[54]).
5. als Beihilfe beim „Window dressing" der Member Banks[55]).

Bei der Schilderung der amerikanischen Erfahrungen werden wir uns jedoch lediglich auf die größeren Transaktionen, also auf Fall 1 und Fall 2, beschränken.

d) Offene Marktpolitik 1914 bis 1922.

Die Unfähigkeit der Federal Reserve Banks, mit Ausnahme einiger im Süden gelegenen, in den Jahren 1915 und 1916 ihren Betriebsaufwand, bzw. ihre Dividenden durch Ertrag aus dem Wechseldiskontgeschäft zu decken, veranlaßte diese einen Teil ihrer Mittel am

---

50) Der Deutsche Oekonomist, 29. 9. 1933, p. 1279.
51) Burgess, a. a. O., p. 213.
52) Burgess, a. a. O., p. 226: „Federal Reserve Banks bought usually securities in December in order to provide the extra credit required for holiday purchasing," James C. Dolley, Open Market Buying as a Stimulant for the Bond Market, Journal of Political Economy, vol. 41, Nr. 4 Aug. 1933, p. 515.
53) Beckhart, a. a. O., p. 507.
54) Burgess, a. a. O., p. 226, Lawrence, a. a. O., p. 226.
55) Lawrence, a. a. O ., p. 228.

offenen Markte anzulegen[56]). Sie folgten dabei dem Ratschlage des Federal Reserve Board[57]): Die Federal Reserve Banks könnten nicht erfolgreich dem Zwecke, zu dem sie gegründet wurden dienen, wenn nicht ein bedeutender Teil ihrer Mittel dauernd beschäftigt sei[58]). Sie dürften von ihren „Open Market Powers" in dem Falle Gebrauch machen, wenn ihre Mittel nicht von landwirtschaftlicher, kommerzieller oder industrieller Nachfrage absorbiert werden würden[59]). Gleichzeitig wurden sie aber davor gewarnt, nicht über einen zu diesem Zwecke nötigen Betrag hinaus zu investieren, da durch einen zu flüssigen Geldmarkt eine unerwünschte Preissteigerung eintreten könnte[60]). Die Federal Reserve Banks erwarben größere Bestände an Warrants, Government Securities und Acceptances, die in den Jahren 1915 und 1916 sogar zusammen 48 bzw. 72% ihrer werbenden Anlagen ausmachten[61]). Zu dieser Zeit fühlten sich auch die Member Banks auf die Federal Reserve Banks kaum angewiesen. Große Goldimporte hatten es den Member Banks und auch vielen anderen Banken leicht gemacht, ihr eigenes Kreditvolumen zwischen 1914 und 1917 (Juni) fast ohne Zuhilfenahme von Rediskontkrediten um 7,8 Milliarden Dollar zu erhöhen[62]). Solange nun die Banken ihr Kreditvolumen auf der Basis von hereinkommendem Golde ausdehnten, waren die Federal Reserve Banks nicht ohne weiteres in der Lage, einen dämpfenden Einfluß auf die wahrnehmbare Preissteigerung auszuüben[63]). Bei einer solchen Kreditausdehnung hielt man es für fraglich, ob ein Verkauf von Wertpapieren zur Kontrolle der Situation sich eigne. Größere offene Marktverkäufe setzen erst nach 1917 auf Anweisung des Federal Reserve Board ein, als man zur Ueberzeugung gekommen war, daß Amerikas Teilnahme am Weltkrieg unvermeidlich schien und daher Mittel zu dessen Finanzierung liquide zu halten seien[64]).

Zwischen 1917 und 1919 und in den frühen Nachkriegsjahren spielten die offenen Marktoperationen in der Politik der Federal Reserve Banks eine relativ unwichtige Rolle, da jetzt genug rediskontiert wurde, sahen die Federal Reserve Banks davon ab, zur Erhöhung ihrer Einkommen offene Marktbestände zu erwerben[65]).

---

56) Beckhart, a. a. O., p. 230.

57) Hayek meint, $ 1, 2 Mldn. schienen vom Federal Reserve Board evtl. als Minimum der werbenden Anlagen angesehen worden zu sein, um die Betriebskosten und Dividenden zu ermöglichen, Hayek a. a. O., p. 60.

58) Lawrence, a. a. O., p. 247.

59) Annual Report 1914, Federal Reserve Board, p. 16.

60) Annual Report 1914, Federal Reserve Board, p. 18, Annual Report 1915, Federal Reserve Board, p. 4, 6, 20.

61) Beckhart, a. a. O., p. 241.

62) Beckhart, a. a. O., p. 247.

63) Beckhart, a. a. O., p. 190.

64) Beckhart, a. a. O., p. 231.

65) Harris, a. a. O., p. 148.

Letztere gingen auch — einschließlich Acceptances — von 72% im Jahre 1916 auf 12½ und 16% für 1917, bzw. 1918 zurück[66]). Nicht berücksichtigt ist hierbei die große Zunahme von denjenigen „Bills discounted", die durch Government Bonds gedeckt waren. Das Anschwellen der Rediskontierungen und die bedeutenden finanziellen Operationen der Regierung nach dem Kriege erhöhten die Geld- und Kreditmenge sehr stark und waren für die Nachkriegsinflation, welche sich in der Erhöhung des allgemeinen Preisniveaus auf fast 225 im Jahre 1920 (1914=100) äußerte, zum großen Teil mitverantwortlich. Wir haben schon darauf hingewiesen, daß auch die gewaltige Zunahme der Goldbestände die am Deckungsverhältnis orientierte Diskontpolitik unbrechenbar machte. Schon 1919 hatte der Federal Reserve Board den Federal Reserve Banks mitgeteilt, daß jede Zunahme des „freien", d. h. also des die gesetzlichen Deckungserfordernisse überschreitenden Goldes durch Import oder durch Abnahme der Verbindlichkeiten nicht als Basis zur weiteren Kreditausweitung dienen solle[67]). Interessant ist, daß kurze Zeit darauf der Federal Reserve Board sich von jeder Schuld an der Preissteigerung durch die Behauptung freimachen wollte, die Zunahme der Geld- und Kreditmenge sei die Folge und nicht die Ursache der Preissteigerung[68]). Bald schien man aber selbst an eine solche Passivität nicht recht zu glauben. Zur Verhinderung weiterer Preissteigerung wurde der Banksatz erhöht und gleichzeitig Government Securities verkauft. Als dann eine starke Deflation einsetzte und sich die Rediskontbestände erheblich verminderten, wurden im Laufe der Jahre 1920 und 1921 wieder größere Mengen von Wertpapieren zur Aufrechterhaltung der Erträge am offenen Markte erworben[69]). Seit Aanfang 1922 erhoffte man damit auch der wirtschaftlichen Erholung dienen zu können[70]). Veranlaßt durch die bestehenden Gefahren einer gedankenlosen Anlagepolitik wurden von 1922 bzw. von 1923 ab die Operationen am offenen Markte dem „Open Market Investment Committee" unterstellt, das die einzuhaltende Politik unterstützen sollte. Hierin liegt der Anfang der systematischen Anwendung der offenen Marktpolitik als konjunkturpolitische Waffe des Federal Reserve-Systems.

e) Offene Marktpolitik 1923 bis 1929.

Im April 1923 legte der Federal Reserve Board die Richtlinien der offenen Marktpolitik allgemein fest[71]). Käufe am offenen Markte

66) Beckhart, a. a. O., p. 298.
67) Harris, a. a. O., p. 81.
68) Beckhart, a. a. O., p. 336, 347.
69) Harris, a. a. O., p. 150, 158.
70) Burgess, a. a. O., p. 220.
71) John R. Commons, Stabilization of Prices and Business, The American Economic Review, März 1925, p. 45.

sollten nicht mehr aus Erwerbsgründen ausgeführt, sondern nur noch im Rahmen der gesamten Kreditpolitik zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung vorgenommen werden. Es wurde bestimmt:

„That the time, manner, charakter, and volume of open market investments purchased by Federal Reserve Banks be governed with primary regard to the accomodation of commerce and business and to the effect of such purchases or sales on the general credit situation"[72]).

Von diesem Zeitpunkte ab datiert die empirische Entdeckung des Federal Reserve Boards, daß die offene Marktpolitik ein vortreffliches Mittel zur Beherrschung des Geldmarktes darstellt und unter Umständen besser als die Diskontpolitik geeignet ist, eine Stabilisierung der Konjunkturschwankungen zu erreichen. Mit dem sehr vagen Ausdruck „general credit situation" war in Wirklichkeit das allgemeine Preisniveau gemeint[73]). Ziel wurde vornehmlich die Stabilisierung des Preisniveaus, das sich auch in der Tat bis Mitte 1929 um ungefähr 150 bewegte. Obwohl man in offiziellen Kreisen stets die Höhe des Preisniveaus als wichtigste Richtlinie der Kreditpolitik ablehnte, zeigen die Maßnahmen der Federal Reserve Banks besonders bis 1929 ganz eindeutig, welche starke Berücksichtigung in der Kreditpolitik gerade das Preisniveau fand[74]).

Nicht allein über die Zielsetzung hörte man verschiedene Ansichten, es wurden auch die Bedeutung und die Wirkung der offenen Marktpolitik im Laufe der Zeit verschieden beurteilt. Zuerst glaubten die Federal Reserve-Leiter, als sie noch Wertpapiere zur Aufrechterhaltung der werbenden Anlagen ankauften, daß sie die Höhe der gesamten werbenden Anlagen selbst und dadurch auch die Höhe der gesamten Verwendung findenden Federal Reserve-Mittel bestimmen könnten[75]). Durch Käufe am offenen Markte würde z. B. mehr Kredit in Umlauf kommen, d. h. Member Bank-Reserven würden sich erhöhen und eine vielfache Wirkung auf die eigene Kreditpolitik der Member Banks auslösen. Die Beobachtung aber, daß bei Einsetzen von Käufen am offenen Markte die Member Banks, die von jeher eine Abneigung gegen Verschuldung bei den Federal Reserve Banks an den Tag legten, ihre erhöhten Reserven zur Abdeckung ihrer Rediskontschulden statt zur direkten Kreditaus-

72) Annual Report 1923, Federal Reserve Board, p. 16.

73) Commons, Stabilization of Prices and Business, a. a. O., p. 51.

74) „Man muß zu der Auffassung gelangen, daß die Diskontpolitik den Zweck verfolgt habe, ein im großen und ganzen unverändertes Preisniveau aufrecht zu erhalten, auch wenn der Federal Reserve Board nichts von einem solchen Ziele wissen will. Gustav Cassel, Das Stabilisierungsproblem, Leipzig, 1926, p. 83. „Diese Stabilisierung ist ein Ergebnis der amerikanischen Bankpolitik", Cassel, Theoretische Sozialökonomie, a. a. O., p. 449.

75) Harris, a. a. O., p. 156, 165, 169, 175.

weitung benutzen, führte zum „Principle of inverse relations" von offenen Marktbeständen und Rediskontbeständen. Darin erblickte man nicht etwa die Nutzlosigkeit der ganzen offenen Marktpolitik, sondern man versuchte auf diese Wechselwirkung gerade die Macht derselben zu begründen. Setzten z. B. zur Kreditausweitung offene Marktkäufe ein, so würden zwar die erhöhten Reserven zur Abdekkung einer evtl. bestehenden Rediskontschuld verwendet werden, aber mit geringer oder sogar ganz zurückgezahlter Rediskontschuld wären die Member Banks bereit, selbst wieder billigere Kredite zu gewähren und den Geldmarkt zu erleichtern[76]). Umgekehrt, wollte man den Geldmarkt verknappen, so würden die Member Banks durch offene Marktverkäufe ihrer Reserven beraubt und sähen sich veranlaßt, durch zusätzliches Rediskontieren — wahrscheinlich noch zu einem entsprechend erhöhten Rediskontsatz — ihre Reserven wieder zu ergänzen. Der Erfolg sei eine wirksam gewordene Kreditverteuerung[77]). Die Bedeutung der offenen Marktpolitik ergebe sich also aus ihrer Fähigkeit, die Verteilung der Federal Reserve Bank-Bestände an Rediskonten und an Wertpapieren nach Belieben zu regulieren[78]).

Die weesntlichen Operationen in Government Securities zeigten tatsächlich ein umgekehrtes Verhältnis zu den Rediskonten. Nachdem zwischen Januar und Mai 1922 zur Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung für $ 400 000 000 Wertpapiere gekauft worden waren, verminderten sich die Rediskonten über $ 600 000 000, wodurch die Member Banks veranlaßt wurden, ihren Kunden gegenüber die Kreditaufnahme zu erleichtern und zu verbilligen[79]). In 14 Monaten gelangten die Vereinigten Staaten von der Depression zur Prosperität zurück. Der wirtschaftliche Aufschwung ging dann so rasch vonstatten, daß die Federal Reserve Banks die steigenden Preise, sowie Anzeichen von Arbeitermangel und Ueberproduktion zum Anlaß nahmen, zwischen Juni 1922 und Juli 1923 wieder Government Securities zu verkaufen. Die offenen Marktbestände fielen um $ 525 000 000, während die Rediskonten um $ 400 000 000 auf $ 900 000 000 zunahmen. Diese einschränkende Kreditpolitik wurde betrieben, trotzdem der Status des Federal Reserve-Systems infolge der Erhöhung der Goldbestände eine Kreditausdehnung ermöglicht und nach der alten Schule sogar diese geradezu gefordert hätte. Die Konjunkturdrosselung wurde fast ohne Diskontänderung erreicht[80]); es herrschte sogar die Ansicht, daß der Federal Reserve Board durch die offenen Marktoperationen den

76) Burgess, a. a. O., p. 215.
77) Harris, a. a. O., p. 169, 175.
78) Harris, a. a. O., p. 169.
79) Burgess, a. a. O., p. 220.
80) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 67.

Aufschwung zu energisch zum Stehen brachte. Hierzu bemerkte Commons: „The Federal Reserve Board and the Federal Reserve Banks must have been astonished at the ease with which the stabilization of the general credit situation was effected. If anything, they overdid it“[81]).

Der folgende Preisfall und die Abnahme der Geschäftstätigkeit führten dann zwischen Dezember 1923 und September 1924 zu Käufen am offenen Markte in Höhe von $ 510 000 000. Hierdurch fielen die Rediskontkredite von $ 800 000 000 auf $ 270 000 000, also um $ 530 000 000 zurück. Von November 1924 bis März 1925, als die Geschäftsbelebung und die Spekulation zunahmen und die Preise wieder stiegen, setzten die Federal Reserve Banks $ 260 000 000 Government Securities am offenen Markte ab, wonach eine zwar etwas geringere Zunahme des Rediskonten erfolgte.

Für die Zeit von 1922 bis 1925 hat Governor Strong die Bewegungen der Wertpapierbestände mit allen übrigen werbenden Aktiven verglichen, die eine beachtliche Korrelation aufzeigen.

	Public Securities	Other Earning[82]) Assets
	in Millionen $	
Jan.—Mai 1922	+ 400	— 430
Juni—Dez. 1922	— 330	+ 330
März—Juli 1923	— 260	+ 160
Dez. 1923 — Sept. 1924	+ 510	— 750
Nov. 1924 — März 1925	— 260	+ 260

Harris weist allerdings bei dieser Aufstellung auf die mehr oder weniger willkürliche Auswahl der Perioden hin, die für die Uebereinstimmung zu einem guten Teile verantwortlich sind[83]). Es besteht kein Zweifel, daß die Zwangsläufigkeit der Beziehungen von Wertpapierbeständen und Rediskonten zueinander nicht überall anerkannt wurde, besonders da man bemerkte, daß gelegentlich nach Operationen am offenen Markte Kompensierungen nicht allein durch Rediskonte, sondern auch durch eine Veränderung in der Höhe der Bankakzepte stattfanden, die die Member Banks den Federal Reserve Banks — ohne Anrechnung auf die Rediskonschuld — verkaufen konnten[84]). Aber auch eine solche Wirkung macht die offene Marktpolitik besonders dann nicht illusorisch, wenn eine der Situation entsprechende „Acceptance Policy“ betrieben wird.

---

81) Commons, Stabilization of Prices and Business, a. a. O., p. 48.
82) Zit. Harris, a. a. O., p. 176.
83) Harris, a. a. O., p. 176.
84) Harris, a. a. O., p. 169, 170, 175.

In den Jahren 1925 und 1926 waren die offenen Marktoperationen vergleichsweise nicht sehr wichtig. Die Bestände an Wertpapieren fluktuierten zwischen $ 300 000 000 und $ 400 000 000. Es bestand die Tendenz, die Government Securities auf ziemlich gleicher Höhe zu halten, zumal da auch die wirtschaftliche Entwicklung verhältnismäßig stabil war. Erst 1927 erwarben die Federal Reserve Banks wieder größere Bestände, als ein Rückgang der geschäftlichen Tätigkeit und auch der Preise einsetzte[85]). Im Juli 1927 wurde dann eine eindeutige „Easy money policy"[86]) inauguriert, die u. a. auch eine Neuverteilung der Goldbestände im Interesse der übrigen Staaten bezweckte. Im großen und ganzen hatten die amerikanischen Goldbestände seit dem Kriege dauernd zugenommen und den damaligen Höhepunkt bei $ 4,7 Milliarden erreicht[87]). Zwischen Herbst 1927 und Juli 1928 exportierten die Vereinigten Staaten auch tatsächlich über $ 600 000 000 in Gold. Durch den Goldverlust schienen aber die Käufe am offenen Markt, die besonders in die zweite Hälfte von 1927 fielen, in ihrer Wirkung als Mittel, den Geldmarkt zu erleichtern, anfangs nicht sehr wesentlich[88]). Die „Easy money policy", war jedoch für die weitere Entwicklung von großer Bedeutung. Einerseits nahm zu der Zeit die Börsenhausse, die im Oktober 1929 erst zusammenbrach, ihren Anfang, andererseits — was keineswegs eine isolierte Erscheinung darstellte — versagte die offene Marktpolitik im Sinne des „Principle of inverse relations". Die Member Banks benutzten nicht mehr ihre durch die offenen Marktkäufe erzeugten Excess-Reserven (Ueberschußreserven, d. h. Reserven über den gesetzlich vorgeschriebenen Betrag hinaus), um ihre Rediskontschuld abzudecken, sondern zogen es vor, in Schuld zu bleiben und ihre Kredite auf der Basis ihrer Gesamtreserven auszudehnen. Die Federal Reserve-Leiter waren vor eine neue Situation gestellt worden: Offene Marktopertionen waren vorgenommen worden, um die Member Banks von ihrer Schuld zu befreien. In einer erstaunlich kurzen Zeit fanden die Member Banks ihre Rediskontschulden bedeutend erhöht, ohne aber an eine Abdeckung zu denken. Mit anderen Worten: Member Banks waren geneigt, verschuldet zu bleiben und sogar diese Schuld zu erhöhen, obgleich die Federal Reserve Banks ihnen freiwillig Mittel zur Abdeckung zur Verfügung gestellt hatten[89]). Aus dieser Erscheinung konnte natürlich die offene Marktpolitik keineswegs als wirkungs-

---

85) Harris, a. a. O., p. 509.
86) Benjamin M. Anderson, Some Economic Forces in the International Money Market, Chase Economic Bulletin, Vol. VII, Nr. 4, 1927, p. 14.
87) MacMillan Report, a. a. O., p. 70/71.
88) Harris, a. a. O., p. 509.
89) Harris, a. a. O., p. 513.

los hingestellt werden, im Gegenteil, sie wurde bedeutend wirkungsvoller, als je beabsichtigt gewesen war.

Nachdem der Rückgang der Konjunktur Ende 1927 überwunden war, entschloß man sich, die Kreditpolitik wieder umzukehren. Die offenen Marktbestände, die noch im Dezember $ 606 000 000 betrugen[90]), wurden bis zum Juli 1928 um $ 397 000 000 reduziert, um die Rediskontschuld der Member-Banks zu erhöhen. Dies wurde auch erreicht, allerdings ohne eine zurückhaltende Wirkung auf deren Kreditpolitik auszuüben[91]). Die Steigerung der Marktsätze war schon groß, aber nicht so groß, als im Hinblick auf das Ausmaß der Rediskontschulden, die sich allein in den Monaten April, Mai und Juni um $ 496 Millionen erhöht hatten, erwartet wurde[92]). Die Kreditverknappungs- und Kreditverteuerungspolitik des ersten Halbjahres war hauptsächlich mit Rücksicht auf die ganz gewaltige Börsenhausse und die Zunahme der allerseits gewährten Börsenkredite eingeführt worden. Da man aber befürchtete, der sog. legitime Kreditbedarf würde unter einer solchen Politik zu leiden haben, und bisher in der Bewegung des Preisniveaus keine Anzeichen einer wirtschaftlichen Ueberspitzung zu entdecken waren, wurde Ende August 1928 die Politik des teueren Geldes wieder suspendiert[93]). Die offenen Marktbestände stiegen von $ 210 000 000 auf $ 260 000 000 an. Ende 1928 nahmen auch die Rediskontbestände ab, aber gleichzeitig wurde die Zunahme der spekulativen Tätigkeit durch eine Ermäßigung der Sätze am offenen Markte unterstützt. Das folgende Jahr, das letzte Jahr der Prosperität, war für die offene Marktpolitik fast bedeutungslos. Die Bekämpfung der Börsenhausse führte zu einer fast vollständigen Erschöpfung der offenen Marktbestände, die am 16. Oktober 1929 nur noch $ 137 000 000 betrugen[94]). Durch die hohen Geldsätze und durch die dauernd steigenden Börsenkurse hatte ein Kapital- und Geldstrom nach den Vereinigten Staaten eingesetzt, der die Kreditkontrolle der Federal Reserve Banks stark erschwerte. Der Diskontsatz wurde im August 1929 in New York von 5 auf 6% erhöht, aber da die offenen Marktsätze erheblich über dem Banksatze lagen, war der Erfolg gegenüber der Börsenspekulation sehr problematisch. Es wurde immer mehr offensichtlich, daß eine Hemmung des Börsenauftriebes durch teueres Geld gleichzeitig den Konjunkturauftrieb abbremste. Zu der Zeit war die Höhe des Produktionsumfanges bereits überschritten und die wirtschaftliche Lage, die bisher die Rechtfertigung

90) Schmitt, a. a. O., p. 129.
91) Harris, a. a. O., p. 188.
92) Harris, a. a. O., p. 182—188.
93) Harris, a. a. O., p. 528.
94) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 76.
95) MacMillan Report a. a. O., p. 73.

für die Börsenhausse zu sein schien, verschlechterte sich zusehends[95]). Am 24. Oktober 1929 war das Ziel erreicht. Die Börsenkurse brachen zusammen, und der Börsenkredit wurde stark liquidiert. Aber damit war auch die amerikanische Prosperität und der Traum der „New Era" zu Ende.

f) Offene Marktpolitik 1930 bis 1934.

Nach dem Börsenkrach im Oktober 1929 setzte eine Kreditverflüssigungspolitik ein, zwar nicht so schnell und so entscheidend, wie viele es wünschten und für unbedingt notwendig erachteten[96]). Der Federal Reserve Board selbst war sehr zurückhaltend, eine aggressive, der Situation entsprechende Kreditpolitik mit starken Diskontsenkungen zu befürworten, da billiges Geld nur wieder die Spekulation anregen würde und angeblich für die Wirtschaft doch von keiner so großen Bedeutung sei[97]). Der New Yorker Banksatz wurde z. B. von 6% im September nur auf 4½% im Dezember 1929 ermäßigt und ging erst im Mai 1930 auf 3% zurück. Allerdings nahmen die offenen Marktbestände besonders bei der New Yorker Bank ziemlich stark zu, da ein großer Teil der bisherigen Geldgeber der Börse (brokers loans on account of others) seine Gelder von dort zurückzog, und diese Lücke durch die Member Banks zur Verhinderung einer noch schlimmeren Katastrophe aufgefüllt werden mußte. Die offenen Marktbestände an Government Securities stiegen von $ 154 000 000 durchschnittlich im Oktober auf $ 446 000 000 im Dezember 1929 an und wurden bis März 1930 noch auf $ 550 000 000 erhöht[98]). In derselben Zeitspanne gingen die Rediskonten von $ 885 000 000 über $ 803 000 000 im Dezember auf $ 274 000 000 zurück. Mit März 1930 wurde die erste aktive offene Marktpolitik dieser Depressionsperiode eingestellt, zweifellos zurückführbar auf das Wiederaufleben der Börsentätigkeit und auf die Tatsache, daß die Member Banks in den Finanzzentren alle ihre Rediskontschulden bereits durch die offene Marktpolitik getilgt bekommen hatten[99]). In den folgenden 9 Monaten des Jahres wurden die offenen Marktbestände nur noch um $ 100 000 000 erhöht[100]). Die Federal Reserve-Leiter waren geneigt, mit der Reduktion der Rediskontschulden auf einen sehr geringen Betrag als Erfolg ihrer offenen Marktoperationen zufrieden zu sein[101]). Ueber die Möglichkeit, Excess-Reserven, die eine Erweiterung des Kreditgebäudes um ein Zehnfaches gestattet hätten, durch Fortsetzung der offenen Marktpolitik zu bilden, wurden damals noch keine Betrachtungen

96) Z. B. Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 79.
97) Harris, a. a. O., p. 615, 616.
98) Harris, a. a. O., p. 626.
99) Harris, a. a. O., p. 627.
100) Harris, a. a. O., p. 627.
101) Harris, a. a. O., p. 622.

angestellt[102]). Erst in späterer Zeit finden solche ganz außerordentliche Berücksichtigung. Ende 1930 hatte sich trotz verschiedener Diskontsenkungen, zuletzt bei der Federal Reserve Bank in New York auf 2%, die wirtschaftliche Lage bedeutend verschlechtert. Das stetige Fallen des Preisniveaus wurde von täglichen Berichten über Bankenschließungen begleitet[103]). Auch im folgenden Jahr 1931 schien man ohne weitere Anwendung der offenen Marktpolitik den Aufschwung lediglich mit billigem Geld forcieren zu wollen. Aber statt einer Erhöhung der Inanspruchnahme der Federal Reserve Banks trat in den ersten 7 Monaten von 1931 eine Erniedrigung von je $ 150 000 000 in Rediskont- und Akzeptbeständen ein, die zum großen Teil durch eine Goldeinfuhr von $ 350 000 000 veranlaßt worden war[104]). Die zweite Hälfte von 1931 ist durch eine weitere Verschlechterung der allgemeinen Lage gekennzeichnet: Kreditkrisen in Europa, Goldausfuhr zwischen August und Oktober in Höhe von $ 500 000 000, Erhöhung der Rediskonten und der Akzeptbestände um $ 1,1 Milliarde, Zunahme der Banknotenmenge, hauptsächlich zum Zwecke der Thesaurierung, von $ 4,8 Milliarden im Juli auf $ 5,6 Milliarden im Dezember 1931. Hinzu kam eine starke Steigerung der Rediskontsätze im Oktober; der Banksatz in New York wurde innerhalb zweier Wochen von 1½% auf 3½% erhöht[105]).

Für die Betrachtung der offenen Marktpolitik ist wieder das Jahr 1932 von großem Interesse. In den ersten zwei Monaten nahmen die Government Securities-Bestände von $ 777 000 000 auf $ 743 000 000 ab, die Rediskonten erhöhten sich um $ 74 000 000, während der Goldexport sich fortsetzte[106]). Hier machte sich nun bei der Zunahme der Notenmenge ein direkter Mangel an für die Noten- und Depositendeckung erforderlichen rediskontfähigen Handelswechseln bemerkbar[107]). Nach den bestehenden gesetzlichen Vorschriften mußte die Notendeckung zu 40% in Gold, zu 60%[108]) in Gold oder Handelswechseln bestehen, während für die Depositen eine Deckung von 35% in Gold und 65% in Gold, Handelswechseln oder Government Securities vorgesehen war[109]). Schon im Juli 1931

102) Harris, a. a. O., p. 622.

103) Economic Conditions, Governmental Finance, United States Securities — The National City Bank of New York-Bulletin, Januar 1931, p. 1, 2.

104) Harris, a. a. O., p. 628.

105) National City Bank Bulletin, November 1931, p. 169.

106) Harris, a. a. O., p. 631.

107) „In fact, eligible paper in recent years has not been available in adequate quantities to cover 60% of notes outstanding, with the result that Federal Reserve Banks have been forced to put aside gold amounting to 40% or more of the notes in circulation", Harris, a. a. O., p. 403, 411.

108) Vor 1917 verlangte die Notendeckung 40% in Gold und 100% in Wechseln. Siehe Harris, a. a. O., p. 345.

109) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 240, 241.

sah man von einer offenen Marktpolitik u. a. aus dem Grunde ab, da jede, also auch durch Käufe am offenen Markt erfolgende Zunahme der Depositen automatisch eine 35%ige Deckung an Gold erforderte, das kaum aus der Notendeckung zu entnehmen ratsam erschien[110]). Nun waren zwar in der Zwischenzeit die Rediskonten stark gestiegen, aber dafür war der Goldbestand um $ 500 000 000 gefallen bei gleichzeitiger Zunahme der zirkulierenden Banknotenmenge. Wollte man eine aggressive offene Marktpolitik wieder einführen, so wurde es notwendig, die Bestände an erworbenen Government Securities irgendwie unterzubringen, besonders da man bei einer „Reflation" noch mit Goldverlusten zu rechnen hatte[111]). Ende Februar 1932 wurde im Glass Steagall Act den Federal Reserve Banks, erstmalig für die Dauer eines Jahres, danach bis auf weiteres, gestattet, Government Securities als Notendeckung, also neben der 40%igen Golddeckung, zu verwenden. Der Sinn des Aktes war, das „freie" Gold zu erhöhen[112]), d. h. das Gold über den Betrag der Deckungserfordernisse hinaus freier verfügbar zu machen[113]). Durch den Akt wurden auch ungefähr $ 700 000 000 bis $ 800 000 000 Gold von der Notendeckung entbunden[114]). Nunmehr war die Möglichkeit gegeben, durch die offene Marktpolitik die Rediskontbestände vollständig auszulöschen, ohne daß Banknoten eingezogen werden mußten. Käufe am offenen Markt setzten dann in bisher unbekannten Ausmaßen ein. Bis Ende April waren die offenen Marktbestände um $ 400 000 000 gestiegen, die Rediskonten um $ 200 000 000 gefallen und die Member Bank-Reserven hatten sich um $ 100 000 000 erhöht[115]). Viele Member Banks, hauptsächlich diejenigen in New York, hielten sogar erhöhte Reserven, ohne ihre Rediskontschulden vollständig abzudecken[116]). Der Ankauf von Government Securities wurde erst beendet, als die Bestände im August 1932 die außergewöhnliche Höhe von $ 1 851 000 000[117]) erreicht hatten, d. h. also nach einem Zuwachs von $ 1,1 Milliarde seit dem vergangenen Februar. Vor April 1932 beschränkten sich die meisten Käufer auf Treasury Certificates und Treasury Bills, aber nach dieser Zeit wurden die Operationen auf Treasury Notes und Government Bonds ausgedehnt. Viele der Treasury Certificates und Notes wurden anscheinend direkt von der Treasury übernommen, um gleichzeitig die Finanzierung des staatlichen Defizits zu er-

110) Harris, a. a. O., p. 630.
111) Hawtrey, Gold Standard, a. a. O., p. 190.
112) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 255.
113) Harris, a. a. O., p. 689.
114) Harris, a. a. O., p. 689.
115) Harris, a. a. O., p. 631.
116) Harris, a. a. O., p. 15.
117) Hawtrey, Gold Standard, a. a. O., p. 192.

leichtern[118]). Was war der Erfolg dieser gewaltigen Maßnahmen? Die Rediskonten gingen auf $ 450 000 000 zurück, die Excess-Reserven der Member Banks bei den Federal Reserve Banks, die für eine vielfache Kreditausdehnung der Member Banks hätten verwendet werden können, stiegen auf $ 250 000 000[119]). Hierbei ist bemerkenswert, daß in all den vergangenen Jahren die wirklichen Reserven mit den gesetzlichen Reserven übereinstimmten. Bestanden Excess-Reserven nach Abdeckung der Rediskontschuld, so wurde auf ihnen die eigene Kreditgewährung der Member Banks vergrößert. Jetzt aber wurden die Excess-Reserven zur Kreditausdehnung gar nicht gebraucht, ja in dieser Zeit gingen sogar „Loans" und „Investments" und die Depositen der Member Banks, auf die es bei der Beeinflussung des Preisniveaus am meisten ankommt, um $ 1,2 Milliarden zurück[120]). Dabei hatte sich das Preisniveau auch kaum gebessert. Diese Excess-Reserven wurden von den Member Banks gegenüber „Excess-Risiken"[121]) bevorzugt, zumal da die Zukunft voller Gefahren schien und von einer Vertrauenswiederherstellung der Wirtschaft nichts zu bemerken war. Man wird jedoch keinesfalls sagen können, daß diese großen offenen Marktoperationen keinen Einfluß auf die Lage ausübten. Sie trugen wahrscheinlich dazu bei, den Umfang der Liquidierung zu vermindern. Aber der Erfolg, in keiner Beziehung phänomenal, war enttäuschend. In der zweiten Hälfte von 1932 blieben die offenen Marktbestände unverändert; die Rediskontbestände — diesmal durch Goldimport und Zurückgang der Zirkulation — nahmen um weitere $ 250 000 000 ab[122]). Ende Januar 1933 waren die Depositen der Member Banks im Vergleiche zu Juni 1932 um fast $ 500 000 000 gestiegen[123]), und genau so viel betrugen jetzt auch die Excess-Reserven der Member Banks, — zum Teil noch eine Folge der offenen Marktpolitik, zum Teil auch durch Goldimporte, durch Rückgang des Notenumlaufes und durch die Ausgabe von neuen National Bank Notes verursacht[124]). Verschiedentlich hatte man gehofft, daß die Banken die Excess-Reserven zum Ankaufe von Wertpapieren verwenden würden, doch betrugen bereits die „Investments" der Reporting Member Banks schon 45% ihrer gesamten Kredite und Anlagen zusammen, und die einzelnen Member Banks hatten gerade so viele Wertpapiere, wie sie wünschten[125]).

---

118) Dolley, a. a. O., p. 518, 519.
119) Hawtrey, The Gold Standard in Theory and Practice, a. a. O., p. 193.
120) Harris, a. a. O., p. 699.
121) National City Bank Bulletin, Mai 1932, p. 67.
122) Harris, a. a. O., p. 828.
123) Harris, a. a. O., p. 838.
124) National City Bank Bulletin, Dezember 1932, p. 182.
125) National City Bank Bulletin, Dezember 1932, p. 182.

Während Januar 1933 veränderten sich wieder die offenen Marktbestände der Federal Reserve Banks, indem für $ 88 000 000 fällige kurzfristige Government Securities nicht mehr ersetzt wurden. In diesen Tagen wurden die Prinzipien der offenen Marktpolitik erneut formuliert:

„The first and immediate objective of the open market policy was to contribute factors of safety and stability in meeting the forces of deflation. The larger objectives of the System's open market policy, to assist and accelerate the forces of economie recovery, are now assuming importance. With this purpose in mind, the conference has decided that there should be no change in the System's policy intended to maintain a substantial amount of excess Member Bank Reserves, the continuance of which is deemed desirable in present conditions. Adjustment in the System's holdings in the open market account will be in accordance with this policy"[126]).

Die Bankenkrise, die im März 1933 über die Vereinigten Staaten hereinbrach, brachte neue Entwicklungen mit sich. Vorläufig blieben die offenen Marktbestände ziemlich unverändert und die ganz gewaltige Zunahme des Zahlungsmittelumlaufes wurde durch Erhöhung der Rediskontbestände von $ 327 000 000 auf $ 1 414 000 000 und der Bankakzeptbestände von $ 31 000 000 auf $ 417 000 000 innerhalb von zwei Wochen ermöglicht. Da man nun eine wirtschaftliche Erholung und eine Erhöhung des Preisniveaus — voraussgesehen war auf die Höhe von 1926 — unter allen Umständen erreichen wollte, gab der Kongreß dem Präsidenten die Vollmacht, inflatorische Maßnahmen insofern zu ergreifen, als dieser den Federal Reserve Banks anordnen durfte, bis zu 3 Milliarden Dollar Governments Securities zu kaufen, ganz abgesehen von den schon erworbenen Beständen an Wertpapieren.. Die Wirkung sollte sein: 1. der Regierung Kredite zur Verfügung zu stellen, und 2. die Reserven der Member Banks und dadurch auch deren Kreditgewährungsfähigkeit zu erhöhen. Die Federal Reserve Banks setzten in diesem Sinne ihre Käufe am offenen Markt langsam fort. Im September 1933 hatten die offenen Marktbestände einen neuen Rekord von $ 2 238 000 000 erreicht, die Rediskonten waren auf $ 133 000 000 gefallen und die Excess-Reserven standen bei $ 700 000 000[127]). Das Volumen der Member Bank-Kredite hatte sich aber keineswegs in der Zwischenzeit ausgedehnt. Der einzige Erfolg dieser offenen Markt-Maßnahmen war, daß der Geldmarkt tatsächlich verflüssigt wurde und eine allgemeine und dauernde Nachfrage nach Government Securities festzustellen war, trotzdem die Regierungsausgaben immer mehr zunahmen und große Unsicherheit bezüglich der Wäh-

126) National City Bank Bulletin, Februar 1933, p. 21.
127) National City Bank Bulletin, Oktober 1933, p. 149, 150.

rungslage herrschte. Die offenen Marktbestände stiegen im Oktober weiter auf $ 2,4 Milliarden, wiederum ohne die Kreditnachfrage zu steigern. Die Gesamtreserven der Member Banks waren jetzt höher als während den Posperitätsjahren 1928 und 1929 und enthielten für $ 850 000 000 Excess-Reserven. Der Banksatz betrug 2% in New-York. In den letzten Wochen waren die offenen Marktkäufe immer kleiner und kleiner geworden. Der Rückgang der Investitionen wurde von verschiedenen Seiten begrüßt, weil man befürchtete, daß durch Fortsetzung einer solchen offenen Marktpolitik die Federal Reserve Banks bei Wiederbelebung der wirtschaftlichen und spekulativen Tätigkeit die Kontrolle über die Situation vollständig verlieren würden, da ja jetzt schon auf die Excess-Reserven ein Kreditgebäude von $ 8,5 Milliarden errichtet werden konnte.

Eine erstaunliche Neuerung im Rahmen der amerikanischen Experimentalpolitik trat Anfang 1934 ein. Nachdem im März 1933 die Aufhebung der Goldeinlösungspflicht den Auftakt zum Abgehen des Dollars vom Goldstandard darstellte, war man über die zum Zwecke der Entwertung des Dollars im Ausland vorgenommene Goldankaufspolitik im Januar 1934 bei einer Devalvation angelangt. Gleichzeitig wurde durch ein neues Gesetz — und dieses ist für die offene Marktpolitik bedeutend — den Federal Reserve Banks zur Beschlagnahmung des auf den Goldbeständen ruhenden Gewinns die ganzen Goldbestände vom Schatzamt weggenommen und ihnen dafür lediglich Goldzertifikate in Höhe der alten Parität übergeben. Nun wurde aber im Büro des Schatzamtes gewissermaßen eine neue Zentralbank gegründet. Ein Teil der Goldbestände, und zwar $ 2 Milliarden soll als sog. Stabilization Fund im Hinblick auf die Wechselkurse u. a. zum Kauf und Verkauf von Government Securities verwendet werden[128]). Die Möglichkeit einer Stabilisierung der Börsenpreise der Government Securities ist dadurch eingeschlossen. Von diesen geradezu umwälzenden Bestimmungen scheint vorläufig nur sehr vorsichtig Gebrauch gemacht worden zu sein. Auf jeden Fall bestehen in den Vereinigten Staaten jetzt zwei Instanzen, die offene Marktpolitik treiben können: die Federal Banks und das Schatzamt.

Die Excess-Reserven haben sich in neuster Zeit noch weiterhin erhöht. Während sie im Februar 1934 (bei einem Diskontsatz in New York von 1½%) auf $ 950 000 000 standen, wurden sie im folgenden Monat durch Goldimporte auf den neuen Rekord von $ 1 475 000 000 getragen. Im Mai trat wiederum eine Steigerung ein, diesmal durch Deponierung von Goldzertifikaten des Schatzamtes bei den Federal Reserve Banks. Die Wirkung war, daß zusätzliche

---

128) Banking Act of 1934, Section 10, § a + b, zit. National City Bank Bulletin, Februar 1934 p. 24—29.

Mittel den Markt überschwemmten. Schließlich erreichten die Excess-Reserven, die anfänglich zu einem großen Teile auf dem Wege der offenen Marktpolitik gebildet wurden und sich später durch die Goldeinfuhr und die neuen Maßnahmen des Schatzamtes zusehends erhöhten, den fast unglaublichen Betrag von $ 1 900 000 000, — wie geschaffen zu einer Kreditausdehnung der Member Banks von $ 19 000 000 000[129]). Heroische Maßnahmen — ohne sichtbaren Erfolg! Und dies ist das Dilemma der amerikanischen Konjunkturpolitik.

g) Rückblick.

Ein Rückblick auf die Wirkung der offenen Marktpolitik in den Vereinigten Staaten wird durch die Entwicklung der letzten Jahre stark beeinflußt.

Von 1922 bis 1928, ja sogar bis einschließlich 1929 war das Preisniveau auf ziemlich gleichmäßiger Höhe gehalten worden, hauptsächlich durch die Anwendung der offenen Marktpolitik im Rahmen der gesamten Kreditpolitik. Aehnlich urteilt auch Keynes: „Open market policy can be so handled as to be quite extraordinarily effective in managing the currency. The successful management of the dollar by the Federal Reserve Board from 1923 to 1928 was a triumph (mitigated by the events of 1929 and 1930) for the view that currency management is feasable in conditions which are virtually independent of the movements of gold"[130]). Die späteren Jahre haben aber gerade eindringlich gezeigt, daß für die Kontrolle des Preisniveaus nicht allein die geschaffene Geld- und Kreditmenge maßgebend ist, sondern die Stimmung der Wirtschaftsleiter und das allgemeine Vertrauen sowohl in die wirtschaftliche als auch in die politische Lage nicht zu unterschätzende Faktoren sind.

Die offene Marktpolitik in den Vereinigten Staaten wurde im Zusammenhang mit vielen anderen konjunkturpolitischen Maßnahmen seit 1932 intensiv und in dem Sinne von Keynes „à outrance" betrieben, ohne den „point of saturation"[131]) zu erzeugen, der den Umschwung herbeiführen sollte. Es ist beachtenswert, daß hier die Operationen am offenen Markte nicht von den gleichen und günstigen Erfolgen begleitet wurden wie diejenigen in England während der letzten Jahre. Die gegenwärtige starke Kreditverflüssigung in den Vereinigten Staaten wird sich allerdings bei der Entwicklung der Konjunktur auf längere Sicht bemerkbar machen müssen.

---

129) National City Bank Bulletin, August 1934, p. 120.
130) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 258.
131) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 369, 370.

3. Offene Marktpolitik in Deutschland.

a) Die Vorkriegsmaßnahmen.

In Deutschland hat die Reichsbank verschiedentlich schon vor dem Kriege den Geldmarkt mit dem Mittel der offenen Marktpolitik zu beeinflussen versucht.

Nach dem alten Bankgesetz vom 14. März 1875 war der Reichsbank das Recht zugestanden worden, Effekten frei zu kaufen, wobei aber nach § 32, Abs. 2 d die Höhe der Anlagen in eigenen Effekten der Zustimmung des Zentralausschusses unterlag. Von diesem Recht hat sie allerdings nie Gebrauch gemacht. Sie beschränkte sich vielmehr zur Verknappung des Geldmarktes auf eine Veränderung ihres Bestandes an Reichsschatzscheinen[132]), die durchschnittlich nach 30 Tagen fällig waren. Wollte die Reichsbank auf die Höhe des Privatdiskontsatzes einwirken, d. h. wollte sie den Geldmarkt verknappen, so verkaufte sie Reichsschatzscheine an der Börse, wodurch unter Umständen erhebliche Summen nunmehr in Schatzscheinen angelegt wurden, und dementsprechend weniger Mittel für Diskontzwecke übrig blieben[133]). Dieses Verfahren war aber in seiner Anwendungsmöglichkeit vielfach beschränkt. Ein Verkauf von Reichsschatzscheinen war nur möglich, wenn die Reichsbank solche besaß, d. h. also wenn die Reichsfinanzverwaltung vorher genötigt war, kurzfristig zu borgen[134]). In diesem Sinne wurde auch in der Bankenquete von 1908 der Standpunkt vertreten, es sei wünschenswert, wenn die Reichsbank über einen größeren Stock von Reichsschatzscheinen verfüge, um jederzeit einen Einfluß auf den Geldmarkt ausüben zu könen. Demgegenüber versuchte aber besonders Fischel[135]) die Kehrseite des damaligen Verfahrens zu betonen. Da die Reichsbank nur derartige Bestände erwerbe, wenn sie Noten ausgäbe, so bewirke sie an erster Stelle den Uebelstand, der dann nachträglich durch Verkauf von Reichsschatzscheinen seitens der Reichsbank korrigiert werden solle. Wenn das Reich Geld brauche und mit Reichsschatzscheinen an die Reichsbank herantrete, so bedeute das, daß das dafür von der Reichsbank ausgegebene Geld im Wege der Reichskassen in den Verkehr komme, und das geschehe ganz unabhängig von den allgemeinen Bedürfnissen des Verkehrs an sich. Tatsache ist, daß zweifellos das Reich ohne Rücksicht auf den Stand des Geldmarktes Reichsschatz-

---

132) Interviews on the Banking and Currency Systems, a. a. O., p. 348. Walter Lotz, Diskonto und Diskontopolitik, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, III. Aufl., Jena, 1909, p. 502.

133) W. Prion, Das deutsche Wechseldiskontgeschäft, Staats- und Sozialwissenschaftliche Forschungen, Heft 127, Bd. 28, Leipzig, 1907, p. 99.

134) Somary, a. a. O., p. 134.

135) Bankenquete 1908, p. 265, 266.

scheine an die Reichsbank gab, wodurch eine Verflüssigung des Geldmarktes auch zu unerwünschten Zeiten eintreten konnte. Die Reichsbank war allerdings nach den damaligen Bestimmungen des Bankgesetzes nicht in der Lage, sich dieser Inanspruchnahme vom Reich zu entziehen, und war zur völligen Passivität verurteilt[136]). Die Verquickung der Finanzpolitik des Reiches mit der Kreditpolitik der Reichsbank war auf jeden Fall recht wenig erfreulich.

Die praktischen Erfahrungen mit dem Verkauf von Reichsschatzscheinen waren verschieden. 1901 hat die Reichsbank diesen Weg zum ersten Mal beschritten. Anfang Februar 1903 hat sie größere Mengen an der Börse verkauft, ohne aber ihr Ziel, den Privatdiskontsatz zu erhöhen, infolge der außerordentlichen Geldflüssigkeit zu erreichen. 1904 hattte sie mit der Begebung von Reichsschatzscheinen mehr Erfolg. Als im Februar 1909 wieder einmal der Reichsbanksatz erheblich über dem Satz des offenen Marktes stand, versuchte die Reichsbank, eine Kontrolle des Geldmarktes wiederum durch Veräußerung von Reichsschatzscheinen zu erlangen. Einen Erfolg erzielte sie allerdings kaum damit[137]).

Bei den Maßnahmen der Reichsbank am offenen Markt zeigt es sich,— wie bei der Bank von England vor dem Kriege — daß sie nicht zu konjunkturpolitischen Zwecken, sondern nur zur Wiederherstellung der mangelnden Fühlungnahme mit dem Geldmarkt angewendet wurden[138]).

b) Offene Marktpolitik 1914 bis 1933.

Während des Krieges wurde im Interesse der Kriegsführung von irgendwelchen den Geldmarkt verknappenden Maßnahmen abgesehen. In der Inflationszeit vollends war die Durchführung einer offenen Marktpolitik nicht möglich, da die Reichsbank mangels Valorisierung ihrer Kredite bei zunehmender Markentwertung Wechsel und Schatzscheine zwar kaufen, aber nicht verkaufen konnte[139]). Die Möglichkeit der Reichsbank nach der Stabilisierung der Mark eine offene Marktpolitik — wenn auch nur im Umfange der Vorkriegsmaßnahmen — zu treiben, war stark eingeschränkt worden. Man hatte inzwischen erkannt, daß die Uebernahme von Reichsschatzscheinen und Reichsschatzanweisungen durch die Reichsbank Tür und Tor zur Inflation öffnen könne. Deshalb hat das Bankgesetz vom 30. August 1924, das die zirkulierende Notenmenge in Anlehnung an die Banking Theorie ganz mechanisch vom Handelswechselangebot abhängig machen wollte, die Kreditgewäh-

136) Bankenquete 1933, I, 2, (Döring) a. a. O., p. 152.
137) Heinrich Ullmann, Die Stellung der Reichsbank auf dem Geldmarkt vor und nach dem Kriege. Diss. Freiburg, 1931, p. 60.
138) Aehnlich Schmitt, a. a. O., p. 60.
139) Bankenquete 1933, I, 2, (Speer), a. a. O., p. 168.

rung der Reichsbank an das Reich, einschließlich der Diskontierung von Reichsschatzscheinen einer strengen Regelung unterworfen. Erlaubt wurde lediglich die Gewährung eines „Betriebskredites" bis zur Höhe von RM 100 000 000. Die Reichsbank durfte nur spätestens nach einem Jahr fällige und auf den Inhaber lautende Schuldverschreibungen des Reiches insoweit kaufen, als es zur Aufrechterhaltung des laufenden Kundengeschäftes notwendig war (§ 21, 4). Durch eine spätere Novelle zum Bankgesetz wurde die Hereinnahme von Reichsschatzwechseln (Reichsschatzscheinen) bis zu höchstens RM 400 000 000 gestattet, falls außer dem Reich noch ein weiterer als zahlungsfähig bekannter Verpflichteter hafte. Durch diese Einschränkung wollte der Gesetzgeber das Reich veranlassen, seine Schatzscheine nach Möglichkeit am offenen Markte unterzubringen[140]).

Auf Grund dieser Bestimmungen war die Reichsbank kaum in der Lage, die zur Ausübung einer offenen Marktpolitik notwendigen Schatzscheine oder Schatzanweisungen zu halten.

Die bestehenden gesetzlichen Schwierigkeiten für die Ausübung einer offenen Marktpolitik spürte die Reichsbank besonders im Jahre 1926, als sie die dann vorherrschende Geldflüssigkeit glaubte bekämpfen zu müssen. Zur Verwirklichung dieses Zieles sah sie sich veranlaßt, eine andere Instanz, nämlich die Deutsche Golddiskontbank, die sich bisher mit der Kreditunterstützung der Exportindustrie befaßt hatte, in Anspruch zu nehmen.

Bei der sog. Golddiskontaktion, die ihrer Besonderheit wegen hier erwähnt wird, versuchte die Golddiskontbank auf Veranlassung der Reichsbank den Geldmarkt durch Verkauf von Solawechseln zu verknappen und gleichzeitig dem Kapitalmarkte, der durch die Geldmarktfülle anscheinend nicht befruchtet worden war, eine Erleichterung zu gewähren[141]). Die Golddiskontbank erklärte sich bereit,, landwirtschaftliche Hypothekarschuldscheine der Rentenbank-Kreditanstalt in Höhe von RM 360 000 000 zu übernehmen, die auf einen erheblich unter dem üblichen Satze liegenden Zinsfuße ausgestellt wurden[142]).

Diese Maßnahme, die im großen und ganzen kein eindeutiger Erfolg war, fällt, wenn man für unsere Betrachtung die Deutsche Golddiskontbank und die Reichsbank als Einheit annimmt, in ihrer materiellen Wirkung auch unter unseren weiteren Begriff der offenen Marktpolitik. Obwohl keine Mittel dem Verkehr entzogen und sodann stillgelegt wurden und die zirkulierende Geldmenge tatsächlich gleich blieb, handelt es sich hierbei um eine Veränderung

140) Baerlecken, a. a. O., p. 35, 36.
141) Schmitt, a. a. O., p. 120, 134—137.
142) Siehe Bankenquete, 1933, I, 2 (Puhl), a. a. O. p. 219, 236.

in der Höhe und in der Zusammensetzung der einzelnen Zentralnotenbankposten, also zuerst auf der Passivseite Zunahme der Wechselverbindlichkeiten (Solawechsel), Abnahme der zirkulierenden Geldmenge, sodann auf der Aktivseite Zunahme der Wertpapierbestände (Rentenbank-Kreditanstaltobligationen) und auf der Passivseite wieder Zunahme der zirkulierenden Geldmenge, wodurch schließlich eine Beeinflussung des Kapitalmarktes erzielt wurde[143]).

Erst seit 1933 erhielt die Reichsbank die ausgesprochene Ermächtigung, offene Marktpolitik als Konjunkturpolitik zu betreiben.

c) Probleme um die offene Marktpolitik in Deutschland nach dem Bankgesetz von 1933.

Für die Aenderung des deutschen Bankgesetzes von 1924 durch die Novelle vom 28. Oktober 1933 kann man zwei miteinander eng im Zusammenhange stehende Gründe verantwortlich machen: 1. Die Bankenkrise von 1931, die die engen Bestimmungen und die Mängel des alten Bankgesetzes im Hinblick auf die Notenausgabe offenbarte, und 2. die Bestrebungen, die Ankurbelung der deutschen Volkswirtschaft u. a. auch auf monetären Wegen vorzubereiten und mit neuen konjunkturpolitischen Maßnahmen der Reichsbank zu unterstützen.

aa) Das Verlangen nach Effektendeckung.

Die Bankenkrise von 1931, die mit aller Gewalt anfänglich von außen, später auch von innen auf Deutschland hereinbrach, und die in der Schließung der Darmstädter und Nationalbank und zeitweilig sogar aller Banken ihren Höhepunkt erreichte, stellte die Reichsbank vor eine schwierige Lage. Nach den Bestimmungen des Bankgesetzes vom Jahre 1924 war die Reichsbank verpflichtet, die umlaufenden Reichsbanknoten zu 40% in Gold (davon 10% evtl. in Devisen), zu 60% in Gold- oder Handelswechseln zu decken, während für die täglich fälligen Verbindlichkeiten eine 40%ige Deckung in kurzen liquiden Aktiven vorgeschrieben war. Nicht zur Notendeckung zugelassen waren die Bestände an Lombardierungen und an eigenen Wertpapieren. Wenn wir von den gesetzlichen Bestimmungen über die Golddeckung absehen, die ja auch nach der Krise suspendiert wurden, war für die Aufrechterhaltung oder gar für eine Vergrößerung des Banknotenumlaufes der jeweilige Bestand an Handelswechseln maßgebend. Nun hatte aber bereits vor der Bankenkrise die Reduzierung der Handelsumsätze,

143) Materiell entspricht diese Transaktion der auf p. 93 lediglich zur Beeinflussung des Kapitalmarktes geschilderten offenen Marktpolitik, auf die wir verweisen.

die infolge der Weltwirtschaftskrise nicht nur in Deutschland, sondern auch fast überall eingetreten war, mit dazu beigetragen, daß das in normalen Zeiten anfallende Volumen an Handelswechseln ganz erheblich zurückging. Die einzelnen Banken hatten schon seit Monaten zur Finanzierung der Schuldenrückzahlungen ans Ausland den größten Teil ihrer Wechselbestände der Reichsbank eingereicht und konten daher zur Zeit und nach der Krise ihren Bargeldbedarf nur noch durch Rediskontierung von künstlich hergestellten „Finanz"-wechseln befriedigen. Um formell die Bestimmungen des Bankgesetezs einzuhalten, wurden eine Reihe von Hilfskonstruktionen durchgeführt, so vor allem die Gründung der Akzept- und Garantiebank, die die Akzeptierung und Diskontierung von Finanzwechseln an Stelle der Reichsbank, aber mit deren Mitteln vornahm. Die Stützung der Sparkassen vollzog sich schließlich auf demselben Wege, nachdem die Beleihung von lombardfähigen Wertpapieren durch die fehlende Notendeckungsverwendbarkeit bald ihre Grenze erreicht hatte[144]). Der große Fehler des Bankgesetzes bestand also darin, daß die Reichsbank das Bargeldbedürfnis der Banken und Sparkassen wegen Mangel an Handelswechseln nicht direkt befriedigen konnte. Um nun auch späterhin einer Wiederholung einer solchen Situation, d. h. einer Verzögerung der Bangeldbeschaffung durch Einschaltung von zeitraubenden Hilfskonstruktionen vorzubeugen, setzten Reformbestrebungen ein, die auf eine Verwendung von Lombardbeständen und Effektenbeständen zur Notendeckung hinzielten.

bb) Das Verlangen nach Konjunkturpolitik.

Der wirtschaftliche Niedergang in Deutschland hatte seit 1929 in völliger Abweichung von dem üblichen Krisenbild die Beschäftigung nicht nur der Investitions- sondern auch der Konsumgüterindustrie auf einen ungewöhnlichen Tiefstand zurückgedrückt. Die sonst nach einem Konjunkturrückgang einsetzende und für den wirtschaftlichen Aufstieg benötigte Auflockerung der Geld- und Kapitalmärkte war ausgeblieben. Allerdings war der Kapitalmarkt im Vergleich zum Geldmarkt noch besonders steif, und die sonst allgemein festzustellende Tendenz nach Annäherung des Zinsniveaus der beiden Märkte trat hier nur schwach in Erscheinung. Zeitweise waren Ansätze zwar vorhanden, so namentlich im Sommer 1930, aber ihre Durchsetzung wurde immer wieder gestört, zunächst durch die mit starken Abziehungen von Auslandsgeldern einsetzende Kreditkrise, und dann durch das Brüningsche Experiment der Zwangskonversion vom Dezember 1931. Aber gerade das Ver-

144) Zur Abwehr gegen die starke Beanspruchung durch Lombardierungen wurde bekanntlich in der Bankenkrise der Lombardsatz für eine Zeitlang auf 5% über Diskontsatz gehalten.

trauen in eine Besserung der wirtschaftlichen Lage, das sowohl für eine langfristige Investition der Unternehmer, als auch für eine Wiederbelebung der Effektenmärkte Voraussetzung war, fehlte noch vollkommen. Erst im Frühjahr 1932 machten sich Anzeichen einer deutlichen Entspannung an den Kreditmärkten bemerkbar. Seitdem die kurzfristigen internationalen Kredite praktisch völlig zurückgezogen oder auf Grund der Stillhaltevereinbarungen usw. festgehalten und daher die Ursachen für ein Fortwirken der Kreditkrise beseitigt waren, setzte eine gewisse Beruhigung ein. Der wirtschaftliche Aufstieg hatte begonnen. Die Politik der Deflation, die sich wegen der starken Zunahme der Arbeitslosigkeit als weiterhin undurchführbar und geradezu schädlich erwiesen hatte, wurde durch eine Politik der Kreditausweitung abgelöst. Hierzu sind grundsätzlich zwei Mittel möglich: 1. Einsatz des Kredites der Zentralnotenbank in seinen verschiedenen Varianten, und 2. Einsatz des Staatskredites. Beide Mittel wurden angewendet. Der Reichsbankdiskont wurde gesenkt, und der Staat versuchte erstmals unter der Regierung Papen sowohl indirekt durch Steuerermäßigungen (Steuergutscheine, Steuerfreiheit für Ersatzbeschaffung, Steuerermäßigung für Hausgehilfinnen usw.) und Zuschüsse für bestimmte private Investitionen, als auch direkt durch öffentliche Auftragserteilung in Form der sog. Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen die wirtschaftliche Belebung zu intensivieren. Im Verein mit diesen Maßnahmen hatte die internationale Vertrauensverstärkung nach der Reparations-Abschlußkonferenz von Lausanne zur Auflockerung der Kreditmärkte und zur Ueberbrückung des Gegensatzes zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt beigetragen. Diese Erscheinung trat einwandfrei in der Bewegung der Aktien- und Rentenkurse zutage, deren Börsenkennziffern (Frankfurter Zeitung) in der Zeitspanne von Januar bis Dezember 1932 von 49 bzw. 58 auf 85 und 78 gestiegen waren. Freilich setzte sich diese Auflockerung nicht auf der ganzen Linie durch, weil am Kapitalmarkt immer wieder Einzelenttäuschungen und Unsicherheitselemente hemmend auftauchten. Beispielsweise berührte die fortgesetzte Ungewißheit über die endgültige Regelung der kommunalen und Landwirtschaftsschulden naturgemäß auch diejenigen Kapitalwerte, die nicht unmittelbar davon betroffen wurden.

Erhoffte man für das folgende Jahr, für 1933, eine weitere Steigerung der Börsenkurse, oder in anderen Worten: eine Senkung des Kapitalmarktzinses, die Konvertierungen von vielen Schuldverschreibungen, wie sie z. B. in England, in den Vereinigten Staaten und in Frankreich mit Erfolg durchgeführt wurden, oder sogar zu Neuemissionen zu gelangen, so sah man sich stark getäuscht. Allein erfreulich, aber auch gleichzeitig erstaunlich war der Anstieg der Gütermärkte, der zu der Lage der Kreditmärkte in einem Widerspruch stand. Geht normalerweise die Entspannung der Kredit-

märkte der wirtschaftlichen Erholung voran, so konnte man hier gerade das Gegenteil feststellen. Die Lage des Kapitalmarktes verschlechterte sich. Die Rentenkurse, die im März 1933 ihren Höhepunkt erreichten, bröckelten bis September des Jahres wieder stetig ab. Die auffallendste Erscheinung bildete jedoch die Kluft, die zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt herrschte. Die Verzinsung erstklassiger Pfandbriefe betrug etwa 8% und war fast ebenso hoch bei einzelnen Reichspapieren. Da zu solchen Bedingungen sich eine langfristige Kapitalaufnahme kaum rentieren konnte, waren die Grenzen der Investition sehr eng gesteckt. Zu genau derselben Zeit finden wir nun einen Reichsbankdiskontsatz von 4%, einen Privatdiskontsatz von $3^{7}/_{8}$% vor. Der Ausgleich zwischen den Zinssätzen fehlte zum Teil durch die aus Liquiditätsgründen bestehende Unfähigkeit der Banken, selbst am Kapitalmarkte Geldmarktmittel anzulegen, zum großen Teil jedoch aus der allgemeinen Befürchtung weiterer Erschütterungen. Die Wirtschaftspolitik suchte deshalb nach einem neuen Kreditausweitungsmittel, das nicht nur die Schleusen zwischen beiden Märkten öffnen sollte, sondern auch im Rahmen der Bestrebungen zur organischen Zinssenkung unmittelbar zur Senkung der Geldmarktzinssätze, zur weiteren Flüssigmachung der Banken und gleichzeitig zur Steigerung der Rentenkurse beitragen würde. Am 20. September 1933 verkündete die Reichsbank die Einführung einer offenen Marktpolitik, um auf dem Wege über den Geldmarkt den Kapitalmarkt leistungsfähiger zu machen, und so das Vertrauen der Effektenbesitzer zu festigen"[145]).

d) Die Banknovelle vom 28. Oktober 1933.

Mit Wirkung vom 28. Oktober 1933 wurden die Operationsmöglichkeiten der Reichsbank dahin erweitert, daß sie „zur Regelung des Geldmarktes" bestimmte festverzinsliche Wertpapiere ohne Einschränkung für eigene Rechnung kaufen und verkaufen kann. Zum Ankauf zugelassen werden alle festverzinslichen Wertpapiere, die nach § 21, Abs. 3 des Bankgesetzes von 1924 bis dahin lombardierfähig waren, d. s. Obligationen deutscher Eisenbahngesellschaften, Pfandbriefe landschaftlicher, kommunaler oder anderer unter staatlicher Aufsicht stehender Bodenkreditinstitute oder Hypothekenbanken, Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditinstitute, und schließlich kurz- und langfristige, verzinsliche Schuldverschreibungen des Reiches, der Länder und der Gemeinden, und Schuldverschreibungen, die vom Reiche oder einem Lande garantiert sind. Weiterhin wurde der Reichsbank die Erlaubnis gegeben, die neben der 40%igen Golddeckung verlangte 60%ige sekundäre No-

145) Frankfurter Zeitung 22. 9. 1933.

tendeckung nicht nur wie bisher aus Gold, Wechseln und Schecks, sondern auch aus den lombardierten und aus den eben spezifizierten auf eigene Rechnung gekauften Wertpapieren zusammenzustellen. Die Novelle zum Bankgesetz ermöglichte somit zweierlei: die Effektendeckung der Reichsbanknoten und die Ausübung einer offenen Marktpolitik.

e) Die offene Marktpolitik seit 1933.

Die direkte Zielsetzung der offenen Marktpolitik in Deutschland scheint vorläufig bedeutend enger gesteckt zu sein als diejenige in England oder in den Vereinigten Staaten. Die Reichsbank erhofft im Interesse von evtl. später einsetzenden Konvertierungen und Neuemissionen eine Steigerung der Rentenkurse und dadurch eine bessere Relation zwischen dem kurz- und langfristigen Zinssatze einzuleiten. In dieser Richtung ist auch sehr schnell eine Besserung zu beobachten gewesen. Schon allein die Veröffentlichung des Reichsbankentschlusses über die Einführung einer offenen Marktpolitik genügte, um die Lage des Kapitalmaktes wesentlich zu bessern. Ohne daß die Reichsbank von der offenen Marktpolitik überhaupt Gebrauch gemacht hatte, stieg die Börsenkennziffer der Renten von 75 auf ungefähr 85 an. Allerdings wurde auch der Rentenmarkt durch das Gemeindeumschuldungsgesetz entlastet, das zur Wiederherstellung des deutschen Kommunalkredites allen in Zahlungsschwierigkeiten sich befindenden Gemeinden durch Ausgabe neuer Umschuldungsschuldverschreibungen, die mit Reichsgarantie versehen sind, helfen sollte.

Die erste offene Marktoperation der Reichsbank setzte Mitte November 1933 ein, freilich nicht am offenen Markt im eigentlichen Sinne, sondern durch Uebernahme von RM 194 000 000 Steuergutscheinen, die bei einem sich auflösenden Konsortium der Banken lagen. Die Wirkung war zweifacher Art. Einmal verwendeten die Banken einen Teil der ihnen überwiesenen Mittel zur Verringerung ihrer Rediskontverpflichtungen gegenüber der Reichsbank — eine Erscheinung, die auch sehr häufig in den Vereinigten Staaten zu beobachten war —, andererseits ließen sie einen Teil vorläufig bei der Reichsbank stehen, und schließlich verwendeten sie auch gewisse Beträge zum zusätzlichen Ankauf von Reichsschatzanweisungen. Der Gesamterfolg der Operation war eine Verflüssigung der Banken, ohne daß der Zahlungsmittelumlauf sich vergrößert hatte.

Der Bestand an „deckungsfähigen Wertpapieren" stieg bis Ende 1933 auf RM 259 000 000 an, und es ist anzunehmen, daß auch die Neuerwerbungen Steuergutscheine betreffen[146]). Im Jahre 1934 wurde mit Wertpapierkäufen fortgefahren, die im September 1934 in

146) Frankfurter Zeitung, 7. 3. 1934.

einer Summe von über RM 430 000 000[147]) ausgewiesen wurden, von denen wahrscheinlich ein größerer Posten aus Steuergutscheinen, ein anderer aus neuer Reichsanleihe besteht.

Die Wirkung der bisherigen offenen Marktoperationen ist infolge anderer Faktoren, wie Finanzierung der Arbeitsbeschaffung, Rückwirkungen der Arbeitsbeschaffung auf die gesamte Wirtschaft, die dauernden Gold- und Devisenverluste, die alle die Aktiven der Reichsbank beeinflussen, nicht leicht isoliert festzustellen. Wir dürfen daher bei der Betrachtung der Entwicklung diese anderen Faktoren nicht außer acht lassen.

Auf dem Kapitalmarkt hat die Steigerung der Rentenkurse sich seit 1933 nicht geradlinig fortgesetzt. Die Börsenkennziffer stieg von 88 im Dezember auf über 91 im März 1934 und fiel bis August auf wieder 89 herab. Die einzelnen 6%igen festverzinslichen Wertpapiere, die besonders für eine Konversion ausersehen waren, haben bei weitem nicht die Parität erreicht. Im Gegenteil, man konnte gerade als wesentliches Merkmal des Rentenmarktes eine Diskriminierung dieser Wertpapiere und eine Unterscheidung zwischen „konversionssicheren" und „konversionsbedrohten" Werten feststellen[148]). Während im Januar die meisten Renten den Kursstand von 90—95 erreichten, sind sie bis zum Juli wieder beträchtlich unter 90 gesunken. Die Bewegung der Aktienkurse folgte anfangs 1934 in kurzem Abstand derjenigen der Rentenkurse, machte aber dann den Abstieg nicht in demselben Maße mit. Die Aktienkennziffer, die sowohl im Juni, als auch im Dezember 1933 94 betrug, stieg im März auf 104 und erreichte nach kleinen Oszillationen im August den Stand von 107. Wir sehen also, daß sich der Aktienmarkt viel besser als der Rentenmarkt entwickelt hat. Bei Betrachtung des Einflusses der offenen Marktpolitik auf dem Rentenmarkt ist — abgesehen von der relativen Besserung des Staatskredits — demnach kein allzugroßer Erfolg festzustellen. Allerdings wurde auch der Markt in dieser Zeit sowohl durch die Umtauschverfahren

147) Bestand der Reichsbank an deckungsfähigen Wertpapieren:

Ausweistag		
7. 11. 1933	RM.	28 000
15. 11. 1933	RM.	194 000 000
30. 12. 1933	RM.	259 000 000
7. 1. 1934	RM.	269 000 000
7. 2. 1934	RM.	312 000 000
7. 3. 1934	RM.	344 000 000
7. 4. 1934	RM.	354 000 000
7. 5. 1934	RM.	317 000 000
7. 6. 1934	RM.	323 000 000
7. 7. 1934	RM.	371 000 000
7. 8. 1934	RM.	398 000 000
7. 9. 1934	RM.	416 000 000
29. 9. 1934	RM.	431 000 000

148) Frankfurter Zeitung, 1. 7. 1934.

der Dollarbonds und der Neubesitzablösungsanleihe als auch durch die Ausgabe von den Schuldverschreibungen des Umschuldungsverbandes mehr oder weniger betroffen. Auf dem Geldmark ist die Wirkung ebenfalls nicht sehr augenscheinlich. Trotz der Aufnahme der offenen Marktpolitik durch die Reichsbank ist wohl deshalb keine Senkung der Goldmarktzinsen eingetreten, weil die Entlastung durch das Eingreifen der Reichsbank ausgeglichen oder gar übertroffen wurde durch die vermehrten Ansprüche zur Finanzierung der Arbeitsbeschaffung und der allgemeinen Konjunkturbelebung. Ausschlaggebend bei dieser Gesamtentwicklung ist aber die Tatsache, daß die offene Marktpolitik bisher in keinem sehr bedeutenden Umfange durchgeführt wurde.

Es ist anzuehmen, daß die Reichsbank, wenn auch nur vorläufig, von großzügigen Operationen am offenen Markt absehen will, da die Erschöpfung ihres Gold- und Devisenbestandes ihre Manöverierfähigkeit stark eingeschränkt hat und eine größere zur Preissteigerung führende Kreditausweitung ihren Status von beiden Seiten, einmal durch Vergrößerung der Giroguthaben oder des Notenumlaufes, dann aber auch durch Verkleinerung der Gold- und Devisenbestände infolge weiterer Passivierung der Handelsbilanz, verschlechtern würde. Obgleich Einsiedel[149]) im Hinblick auf die Reichsbankliquität Ende März behauptete, daß in Deutschland z. Zt. für die Hereinnahme von Effekten nur noch ein kleiner Spielraum übrig bleibe, so kann man dennoch erwarten, daß erheblich größere Operationen später noch einsetzen werden, zumal ja Schacht in Kiel bekanntgab, „es würde ein großer Fehler sein, die Möglichkeiten der offenen Marktpolitik vorzeitig zu verbrauchen, anstatt sie für den Moment aufzusparen, wo die Konvertierung durchgeführt wird"[150]).

Zur Zeit scheint allerdings die Reichsbank zu befürchten, daß bei größeren Käufen eine Abnahme der Diskontbestände eintrete, wodurch eine spätere Umkehr der Kreditpolitik, die einen Verkauf der offenen Marktbestände nötig macht, bei der geringen Leistungsfähigkeit des deutschen Rentenmarktes schwer durchzuführen wäre. Es darf jedoch nicht übersehen werden, daß gerade die Einführung der offenen Marktpolitik und auch die Gewähr, daß festverzinsliche Wertpapiere bei der Reichsbank jederzeit auf Grund der neuen Bestimmungen über die Einbeziehung in die Notendeckung lombardiert werden können, den Kreis der Renteninteressenten erweitert haben und schon dadurch die Leistungsfähigkeit des Marktes gestärkt wird. Auch wenn man die offene Marktpolitik

149) E. Einsiedel, Wechseldeckung oder Effektendeckung? Eine notenbankpolitische Frage. Bankarchiv, 1. 4. 1934, p. 274.

150) H. Schacht, Kieler Vortrag, zit. Frankfurter Zeitung, 27. 1. 1934.

keineswegs mit einer Kurspflege vergleichen kann, die nach wie vor Aufgabe der Emissionshäuser ist, so wird bis auf weiteres die Reichsbank in die Richtung einer Stabilisierung des Kursniveaus hinzielen. Auf jeden Fall wäre es unangebracht, wenn jetzt schon die offene Marktpolitik, die zur Förderung des Aufschwungs unternommen werden soll, aus Erwägungen über die Unverkäuflichkeit der Wertpapiere eingestellt werden würde, da dieses Problem erst nach Erreichen einer Ueberspitzung der wirtschaftlichen Tätigkeit aktuell wird und bis dahin die Ersparnisse der Volkswirtschaft, die ja gerade in der Hochkonjunktur am intensivsten sind, vollauf genügen werden, um eine spätere Nachfrage nach Kapitalmarktwerten zu erzeugen und der Reichsbank die Bestände an Wertpapieren abzunehmen.

V. Prinzipielle Untersuchung der offenen Marktpolitik.

1. Einleitung.

Die Anwendung einer offenen Marktpolitik im Rahmen der gesamten Kreditpolitik einer Zentralnotenbank setzt nicht notwendigerweise eine bestimmte theoretische Erklärung der Konjunkturschwankungen voraus[1]). In der Tat ist es möglich, daß eine Konjunkturlehre, die als Ursache der Wellenbewegung des Wirtschaftslebens kosmische Vorgänge annimmt, die Möglichkeit planmäßiger konjunkturpolitischer Gegenmaßnahmen, (wie z. B. die offene Marktpolitik), ebenso bejaht, wie die monetäre Richtung, die in der Organisation des Geld- und Kreditwesens nicht nur den Erscheinungsort, sondern die eigentliche Wurzel der Konjunkturschwankungen erblickt[2]). Jedoch ist bei der Ausübung einer offenen Marktpolitik unbedingt notwendig, daß Klarheit herrscht über die Wirkung der ergriffenen Maßnahmen auf den Wirtschaftsablauf. Klarheit muß herrschen über die Beziehungen der Kreditnachfrage zu den Geldsätzen, über den Kausalzusammenhang zwischen Geld- und Kreditmenge und Preisniveau. Bestimmte theoretische Erkenntnisse sind also Voraussetzung.

1) Aehnliches meint auch Neißer, wenn er formuliert: „Verhinderung der Kontraktion des Geld- und Kreditvolumens ist die eigentliche konjunkturpolitische Aufgabe der Notenbank, gleichgültig worin die Ursachen der Krise erblickt werden." Hans Neißer, Die Reichsbank als konjunkturpolitischer Faktor, Mag. der Wirtschaft, 27. 3. 1931 p. 587.

2) Siehe Günter Schmöllers, Interventionen am Geldmarkt als Mittel staatlicher Konjunkturpolitik, Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 39, Heft 3, Mai 1934, p. 552.

Die zwei hauptsächlichsten Mittel der Konjunkturpolitik einer Zentralnotenbank, die Diskontpolitik und die offene Marktpolitik, die wir später noch genau mit einander vergleichen wollen, wirken auf die Wirtschaft in erster Linie durch ihre Beeinflussung der Zinssätze des Geldmarktes, bezw. der der Mitgliedsbanken. Wird der Geldmarkt verflüssigt, so können der Wirtschaft billige Kredite zur Verfügung gestellt werden, wodurch die Unternehmungslust angeregt wird. Wird dagegen der Geldmarkt versteift, so muß die Wirtschaft mehr oder weniger erhöhte Zinsen bezahlen, wodurch diese Unternehmungslust wieder gehemmt werden kann. Wieweit gerade der Zinssatz für die Unternehmertätigkeit Bedeutung hat, ist nicht einwandfrei anzugeben, schon allein deswegen nicht, weil die einzelnen Wirtschaften in ganz verschiedenem Maße Kapital verwenden und daher auch ganz verschieden auf eine Veränderung der Zinssätze reagieren.

Wir müssen hier nun zwischen zweierlei unterscheiden: zwische dem Preis für langfristiges Kapital auf dem Kapitalmarkt und dem für kurzfristiges Kapital auf dem Geldmarkt. Die konjunkturpolitischen Mittel einer Zentralnotenbank berühren in erster Linie den Peis der kurzfristigen Kredite. (Auf dendirekten Einfluß der offenen Marktpolitik auf den Kapitalmarkt werden wir später noch zu sprechen kommen.) Dies bedeutet aber keineswegs, daß die Zentralnotenbank auf den Preis für langfristige Kredite überhaupt keinen Einfluß hat. Abgesehen von Sondererscheinungen, wo der Kapitalmarkt im Gegensatz zum Geldmarkt schon aus dem Grunde steif ist, weil das Vertrauen — wie zuletzt in Deutschland — für eine langfristige Bindung fehlt, bestimmt der Satz des Geldmarktes auf die Dauer den Satz des Kapitalmarktes. „Long term rates are governed by short term rates" sagt Keynes[3]). Die Gegenwart ist der einzige Weg, die Zukunft zu beurteilen. Der Einfluß niedriger Geldsätze auf die Höhe der Obligationenkurse ist schon seit langem Allgemeingut der Interessenten am Kapitalmarkte. Die Höhe des Geldmarktzinses wird also die Höhe des Kapitalmarktzinses beeinflussen. Wie ausschlaggebend auch für die Errichtung kapitalintensiver Betriebe, wie z. B. Eisenbahnen, Wasserkraftwerke, Wohnhäuser usw., die Senkung des Kapitalmarktzinses von 4% oder von 3½% auf nur 2% sein kann, hat unter Anderen Cassel[4]) klar zum Ausdruck gebracht. Noch viel wichtiger jedoch für die Beurteilung der Wirkung kurzfristiger Zinssätze auf die Gesamtwirtschaft ist die Tatsache, daß des öfteren die langfristigen Investitionen zu einem großen Teile mit kurzfristigen Krediten finanziert werden. Grund-

3) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 352; siehe auch die empirische Bestätigung dieser These bei: W. W. Riefler, Money Rates and Money Markets in the United States, New York, 1930, p. 8 Chart I und II.

4) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, a. a. O., p. 204, 230.

sätzlich dient der Geldmarkt kurzfristigen Kreditbedürfnissen, insbesondere dem Warenumsatz von der Rohstoff- bis zur Absatzfinanzierung. Daneben wird der Geldmarkt aber auch zur Vorfinanzierung langfristiger Anlagebedürfnisse in Anspruch genommen[5]). Besonders Eucken[6]) weist mit Recht darauf hin, daß für die Mehrkapitalbeschaffung des Aufschwungs die zusätzlichen Kredite der Banken, also formell gesehen kurzfristige Kredite, von entscheidender Bedeutung sind. Aber nicht nur im Aufschwung besteht eine Kommunikation zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt, sondern fast immer. Kurzfristige Gelder werden langfristig investiert, wenn auch manchmal in jederzeit an der Börse veräußerlichen Werten, und langfristiges Kapital kann vorübergehend kurzfristig angelegt sein. Reichliches Angebot von kurzfristigen Krediten erstreckt bei hohem Kapitalzins seine Wirkung auch auf den Kapitalmarkt. Reichliche Versorgung auf dem Geldmarkt bewirkt, daß das Publikum „Kapital" dem langfristigen Kapitalmarkt zuwendet (Emissionen von Aktien und Obligationen!). Hierdurch wird der Zins für langfristiges Kapital gedrückt, und zwar wird dies dieselbe Wirkung ausüben, als wenn eine wirkliche Vermehrung des Kapitalangebots eingetreten wäre[7]).

In diesem Zusammenhang ist gerade eine neuere Schätzung, deren Richtigkeit wir jedoch nicht geprüft haben, zu erwähnen, die für Deutschland die langfristige Anlage kurzfristiger Gelder aufzeigen will. Darnach wären von den Banken ca. 21½ Milliarden Mark kurzfristige Kredite gegeben worden, jedoch liege die oberste Grenze, bis zu der Industrie und Handel echte Betriebskredite aufnehmen können, bei 8—10 Milliarden Mark[8]).

Der Einfluß des kurzfristigen Zinsfußes auf die Wirtschaft muß noch näher ausgeführt werden. Die jeweilige Höhe des Zinses wird die Motivationen der Unternehmer beeinflussen. Hawtrey[9]) legt besonders Gewicht auf die „Dealers" oder „Merchants", welche am ehesten von allen Wirtschaftssubjekten auf eine Zinsveränderung reagieren würden. Diese mit Krediten arbeitenden Kreise werden bei steigenden Zinsen und bei Krediteinschränkungen mit weiteren Käufen zurückhalten wodurch infolge der Veränderung des „release of cash" eine Beschränkung des „consumers income and outlay" und damit ein Preisfall hervorgerufen werde, und umgekehrt. Bei Keynes, der neben Hawtrey als der eifrigste Vertreter der offe-

5) Bankenquete 1933, I, 1. (Tewaag) a. a. O., p. 541, 542.
6) Walter Eucken, Kredit und Konjunktur, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Band 175, München und Leipzig, 1929, p. 249.
7) Cassel, Theoretische Sozialökonomik, a. a. O., p. 388.
8) Kurt A. Herrmann, Reichsbank, Banken, Kapitalmarkt und Wirtschaft, Bank-Archiv, 15. 10. 1933.
9) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 155, 156, 367—71. R. G. Hawtrey, Currency and Credit, 2. Ed. London, 1923, p. 111.

nen Marktpolitik bezeichnet werden kann, ist es wiederum der „Investor", für dessen Entschließungen die Höhe des Zinssatzes so ausschlaggebende Bedeutung besitzt, daß dessen Veränderungen durch Verschiebung des Verhältnisses zwischen „Savings" und „Investments" entsprechende Preis- und Mengeschwankungen in der Produktion zur Folge haben können[10]). Der Zinssatz bestimme insofern die Kaufkraft, als er die Kapitalisierung des in Aussicht stehenden Einkommens beeinflusse[11]).

Diese Meinungen sind nun keineswegs Sondererscheinungen, sondern stimmen, wenn auch nicht im einzelnen, so doch im Prinzip mit der herkömmlichen Theorie über die Wirkungen der Veränderung des Banksatzes überein, die von der Currency Schule ausgehend eine klare Ausarbeitung bei Wicksell[12]) und später bei seinem Landsmann Cassel gefunden hat.

Von einem starren Abhängigkeitsverhältnis zwischen Zinshöhe einerseits und Geld- und Kreditmenge andererseits kann natürlich nicht gesprochen werden. Die verschiedenen Reaktionsmöglichkeiten auf eine Veränderung des Zinssatzes sind die Schwäche jeder Konjunkturpolitik. Die Zentralnotenbankmittel berühren vorwiegend die Motivationen der Wirtschaftssubjekte, und dadurch ist ihre Wirkung auch sehr stark psychisch bedingt. Hawtrey meint sogar, das wirkliche Thema der Geldtheorie sei „human behaviour"[13]). Alle wirtschaftlichen Kräfte arbeiten durch den Kopf des Menschen. Aus diesem Grunde ist oft die Wirksamkeit des Banksatzes oder anderer Maßnahmen im Rahmen der Kontrolle des Banksystems angezweifelt worden, besonders da deren Einflüsse auf die Kreditsuchenden und damit auf die Wirtschaft übertroffen werden würden durch das jeweilige Vertrauen oder Mißtrauen in die Zukunft[14]).

Aber Hoffnungen und Vertrauen können nie absolut, universal und unabänderlich sein[15]). Die Veränderungen der Zinssätze werden je nach ihrem Ausmaße die Motivationen der wirtschaftenden Menschen sowohl in stimmungsgemäßer als auch in kalkulatorischer Hinsicht beeinflussen müssen.

2. Das Vielreservesystem und das Einreservesystem.

Die Wirkung der offenen Marktpolitik einer Zentralnotenbank ist je nach dem strukturellen Aufbau des Banksystems verschieden. Je

10) Keynes, Treatise on Money, I, a. a. O., p. 185 ff.
11) Keynes, Treatise on Money, I, a. a. O., p. 154.
12) Knut Wicksell, Geldzins und Güterpreise, Jena 1898, p. 82, 92.
13) Hawtrey, Gold Standard, a. a. O., p. 131.
14) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 169.
15) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 173.

mehr die Mitgliedsbanken von der Zentralnotenbank abhängig sind, oder je mehr ein ganz enger Zusammenhang zwischen den Mitgliedsbanken und der Zentralnotenbank besteht, desto leichter gelingt eine Herrschaft über den Geldmarkt.

Um die genaue Wirkung der offenen Marktpolitik schildern zu können, müssen wir uns deshalb zuallererst mit dem jeweiligen Verhältnis der Zentralnotenbank zu den Mitgliedsbanken auseinandersetzen. Wissenschaft und Praxis haben eine für unser Problem relevante Unterscheidung zwischen dem Vielreservesystem und dem Einreservesystem gemacht, auf die wir jetzt eingehen wollen.

Das Vorhandensein von Verbindlichkeiten im allgemeinen und die Zentralisierung der Kassenhaltung der einzelnen Unternehmungen und wirtschaftlichen Personen bei den Banken im besonderen machen erforderlich, daß letztere einen bestimmten Betrag als Liquiditätsreserve unterhalten müssen, um jederzeit in der Lage zu sein, Auszahlungen oder Ueberweisungen vornehmen zu können. Hierbei ist gleichgültig, ob solche Depositen durch indirekte Einzahlungen oder durch Kreditgewährung entstanden sind. Zur Aufrechterhaltung der Liquidität sollen diese Reserven möglichst hoch, mit Rücksicht auf die Rentabilität möglichst klein sein. Es ist Aufgabe der praktischen Bankpolitik oder sogar der Gesetzgeber eine angemessene, in den einzelnen Ländern verschiedene und den Geschäftsbräuchen angepaßte Höhe der Liquiditätsreserven festzusetzen.

Früher hielt jede Bank ihre eigene Reserve, sei es in Bargeld, Gold oder Guthaben bei anderen Banken. Vor der Monopollisierung der Ausgabe von Banknoten bei einer Zentralnotenbank hatte sogar die Fähigkeit, Banknoten auszugeben, eine ähnliche Wirkung wie eine Liquiditätsreserve, wobei jedoch durch Depositenzahlung in Form von Banknoten die Schuld der Bank nicht gelöscht, sondern deren Bezahlung nur zeitlich hinausgeschoben wurde. Für die gesamte Kreditpolitik jeder einzelnen Bank gilt der Stand der Liquiditätsreserve als Richtschnur. Vermindert sich die Reserve, so schränkt die Bank ihre Kreditgewährung ein, erhöht sich diese, so kann eine Kreditausweitung eintreten. Ein Rückgriffsrecht auf eine andere Bank fehlt oder wird nicht ausgenützt. Hier haben wir nun das sog. Vielreservesystem. Unter diesem treibt eine jede Bank eine autonome Kreditpolitik, wobei lediglich zur Verhinderung eines zu starken Reservezufluß oder -abflusses eine gewisse Koordination der Kreditpolitik aller Banken erreicht wird.

Typisch dafür ist das amerikanische Banksystem bis 1914, wobei vor 1863 die Banken mehr oder weniger freiwillig Reserven in verschiedener Höhe hielten, und nach 1863 den National Banks Reserven in gesetzlich bestimmter Höhe vorgeschrieben wurden. Auch Deutschland hatte vor und und anfänglich auch nach der Gründung

der Reichsbank ein Vielreservesystem. Das gleiche gilt für England, hauptsächlich bis zur Mitte des 19. Jahrhunderts.

Das Vielresersystem hat nun große Nachteile. Neben der geringen Mobilisierungsfähigkeit der Reserven zu Gunsten einer von einem Run bedrohten Bank liegt die wesentlichste Unzulänglichkeit des Vielreservesystems vorwiegend auf dem Gebiete der Kreditpolitik. Dies macht sich besonders dann bemerkbar, wenn eine Zentralnotenbank in das Banksystem eingegliedert und für eine einheitliche Kreditpolitik des Landes verantwortlich ist. Will z. B. eine Zentralnotenbank aus kreditpolitischen Gründen eine deflatorische Politik treiben, so können ihre Bestrebungen einfach durch die mit großen Reserven versehenen übrigen Banken sabotiert werden.

Langsam aber stetig, von einigen bestritten und von vielen vollständig verkannt[16]) hat sich das sog. Einreservesystem entwickelt. Es bildet die Basis der Wirksamkeit aller kredit- und konjunkturpolitischen Maßnahmen einer Zentralnotenbank und ist geradezu die conditio sine qua non der offenen Marktpolitik.

Wesentlich hierbei ist, daß um die Zentralnotenbank Mitgliedsbanken gruppiert sind, die abgesehen von einem kleinen Bestand an täglich benötigtem Bargeld ihre primären Liquiditätsreserven entweder in Form von Depositen bei der Zentralnotenbank oder in Form von Banknoten unterhalten. Als sekundäre Liquiditätsreserven kommen neben Guthaben bei anderen Banken, deren Wert in einer starken Geldklemme, — volkswirtschaftlich gesehen — da sie nur der einen Bank zum Nachteil der anderen helfen, sehr problematisch ist, hauptsächlich Wechselbestände, eventuell auch Wertpapierbestände in Betracht, die jederzeit bei der Zentralnotenbank auf dem Wege des Diskonts oder des Lombards in Bargeld umgewandelt werden können. Die Zentralnotenbank hält also die Liquiditätsreserve der Mitgliedsbanken, und da letztere die Reserven der Unternehmungen verwalten, auch die Reserven der ganzen Volkswirtschaft. Unter dem Einreservesystem ist aber die Zentralnotenbank nicht nur Trägerin der zentralisierten Kassenhaltung, sondern auch oberste Kreditschöpfungsinstanz, oder wie Hawrey sich treffend ausdrückt: „lender of last resort“[17]).

Die Bedeutung des Einreservesystems liegt nun darin, daß die Reserven der Mitgliedsbanken aus den Verbindlichkeiten (Depositen

16) So auch von Hjalmar Schacht: „Dieses sog. volkswirtschaftliche Einreservesystem ist ein falsches“. — Ausführungen an die Reichsregierung v. März 1927, zit. Bankenquete 1933 I, 2. (Nordhoff) a. a. O. p. 255, 256. Aehnlich auch Bagehot: „The natural system of banking is that of many banks each keeping its own cash reserve“. — zit. Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 117.

17) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O. p. 116.

und Banknoten) der Zentralnotenbank bestehen, und die Zentralnotenbank durch eine Beeinflussung dieser Reserven eine von ihr erstrebte Kreditpolitik mehr oder weniger erzwingen kann. Die Möglichkeit eines Gegensatzes zwischen der Politik der Zentralnotenbank und der der Mitgliedsbanken besteht fast immer und beruht auf der Verschiedenheit der Interessen und der verfolgten Zwecke beider. Die Mitgliedsbanken streben nach Kreditausweitung, die ihre Grenze lediglich — abgesehen von der Nachfrage nach Kredit — an dem Stand der Reserven findet. Die Verschiedenheit der Motivationen birgt Gefahr eines Zusammenpralls dieser ungleichen Interessen, aber der Gegensatz kann nur so lange anhalten, als die Mitgliedsbanken über ausreichende Reserven verfügen. Gegenüber dem Vielreservesystems wird hier der Betätigungsspielraum der einzelnen Mitgliedsbanken eingeschränkt und der Gegensatz zur Zentralnotenbank stark abgeschwächt. Gleichzeitig bedeutet eine Konzentration der Reserven bei einer einzigen Bank eine Vergrößerung der Kreditfähigkeit des Gesamtsystems.

Das Einreservesystem hat sich, wie bereits erwähnt, nach und nach erst entwickelt. Es wurde nicht bedachtsam mit bestimmten Ueberlegungen gegründet, sondern es ist die allmähliche Folge von vielen einzelnen Erscheinungen und dem Zusammentreffen von Privilegien in der Hand einer Zentralnotenbank[18]).

Bagehot stellte das Einreservesystem in England fest[19]) und berichtete, daß die Direktoren der Bank von England schon im Jahre 1866 mehr oder weniger zugeben mußten, daß die Bank von England die „ultimate banking reserve" des ganzen Landes halte[20]). Palgrave versuchte sogar aus dieser Erkenntnis heraus die Forderung abzuleiten, daß die „Bankers Balances" in dem „Banking Department" nicht wieder ausgeliehen werden dürften[21]). Vor dem Kriege hielten die Joint Stock Banks einen großen Teil ihrer Reserven bei der Bank von England als Depositen, aber ein anderer Teil wurde in Form von Goldbarren in den eigenen Tresoren aufbewahrt. Diese individuellen Goldreserven, die noch 1907 £ 35 000 000 betrugen und bis 1914 auf £ 50 000 000 angestiegen waren[22]), wurden im Jahre 1920 von der Bank von England übernommen, mit der besonderen Begründung, daß die Kreditkontrolle dadurch bedeutend erleichtert werden würde[23]). Heutzutage bestehen also die Reserven der englischen Mitgliedsbanken nur noch aus Verbindlich-

18) Bagehot, a. a. O., p. 97.
19) Bagehot, a. a. O., p. 63.
20) Bagehot, a. a. O., p. 157, 157.
21) Palgrave, a. a. O., p. 36, 39, 195.
22) Norton, a. a. O., p. 439.
23) Norton, a. a. O., p. 449.

keiten der Bank von England, d. h. aus Banknoten und Guthaben, die dauernd in Höhe von ungefähr 10% der Depositen der Mitgliedsbanken gehalten werden[24]).

Auch in den Vereinigten Staaten, dessen Banksystem wir schon ziemlich eingehend geschildert haben, herrscht trotz dem formellen Bestehen von 12 einzelnen Federal Reserve Banks das Einreservesystem und zwar in ganz ausgeprägter Form vor[25]). Alle Reserven der Member Banks müssen in Höhe von durchschnittlich 10% deren Depositen bei den Federal Reserve Banks gehalten werden, wobei sogar die eigenen Kassenbestände (till money) der Member Banks nicht als Reserve angerechnet werden.

Wie ist nun die Lage in Deutschland? Im Mittelpunkte beinahe jeder Erörterung über aktuelle Fragen der Bankpolitik stand vor dem Kriege das Problem der Liquiditätsreserven. Trotzdem eine unverkennbare Hinneigung zum Einreservesystem bestand, lehnte die Reichsbank — ähnlich auch wie anfänglich die Bank von England — jede Entwicklung zum Einreservesystem ab. Diese Einstellung wurde damit begründet, daß die Reichsbank unmöglich bei jeder kleineren oder größeren Verknappung des Geldmarktes in starkem Maße einspringen könne, schon allein um eine dauernde Verschlechterung ihres Deckungsverhältnisses, wie sie besonders zu Quartals- und Jahresultimo zu verzeichnen war, zu vermeiden. Die einzelnen Banken sollten sich eine Barreserve zulegen und erst im Notfalle auf die Reichsbank zurückgreifen.

Dieser Standpunkt der Reichsbank ist anfechtbar. Eine Erhöhung der Barreserven der Privatbanken ist stets nur auf zwei Wegen möglich: entweder auf Kosten der Liquidität der Reichsbank, — und dies sollte ja gerade verhindert werden — oder auf Kosten jeder expansiven Entwicklung der Wirtschaft. Wenn auch seinerzeit dieses Ziel infolge des Vorhandenseins solcher Zahlungsmittel wie Goldbestände und Bestände an Reichskassenscheinen mit geringeren Reibungen zu erreichen gewesen wäre als heutzutage, wo alle Zahlungsmittel, d. s. Banknoten und Giroguthaben, Verbindlichkeiten der Reichsbank darstellen, so bleiben dennoch die damaligen Ansichten der Reichsbank im Zusammenhang mit den dauernden Klagen über die Eigenwilligkeit der Zinsbildung auf dem Geldmarkte[26]) vollkommen unvereinbar. Warum wurde, wenn auch nicht immer mit Erfolg, von Zeit zu Zeit mittels Reichsschatzscheinen eine offene Marktpolitik betrieben, und warum wurde die dauernde Spannung zwischen Diskontsatz und Privatsatz so lästig empfun-

24) MacMillan Report, a. a. O., p. 35.

25) „They (the Federal Reserve Banks) are the holders of the ultimate and only true banking reserves of the country". Annual Report 1923, Federal Reserve Board, p. 19.

26) Plenge, a. a. O., p. 182.

den[27])? Die Reformbestrebungen der Reichsbank von 1912 zur Brechung der Konkurrenz des Geldmarktes und zur Stärkung der eigenen Macht verlangten u. a. eine Erhöhung der Barreserven der Banken[28]). Dies hätte aber lediglich zum Nachteil der deutschen Wirtschaft durchgeführt werden können. Zweifellos war notwendig, daß entweder die Reichsbank ihren Goldbestand durch irgendwelche Maßnahmen erhöhte oder den Deckungsprozentsatz reduzierte. Gleichzeitig hätte unter allen Umständen ein Fallen der Barreserven der einzelnen Banken im Verhältnis zu ihren gesamten Kreditoren verhindert werden müssen, wie es z. B. bei den Berliner Großbanken zwischen 1895 und 1913 von 14,6% auf 7,4% geschah[29]). Es wird nun hier argumentiert, daß durch eine erhöhte Barliquidität die Eigenwilligkeit der Zinsbildung sich vergrößert haben würde, und demzufolge auch alle kreditpolitischen Maßnahmen, wie die Diskontpolitik, die offene Marktpolitik usw. nur noch wirkungsloser geworden wären. Nur durch eine enge Verquickung der Zentralnotenbank mit den Mitgliedsbanken kann eine Kreditpolitik Erfolge aufweisen.

In der Nachkriegszeit hat sich das Liquiditätsverhältnis der deutschen Banken noch verschlechtert. 1932 betrugen die primären Reserven der Großbanken, die jetzt fast nur noch aus Reichsbanknoten und aus Depositen bei der Reichsbank bestehen, 2,7%, im August 1933 sogar nur noch 2,1% der gesamten Kreditoren. Dabei ist zu bemerken, daß die Depositen des öfteren nur einen kleinen Bruchteil der Reserven ausmachen[30]).

Die Gründe für den Rückgang der Liquidität sind zahlreich. In der Kriegszeit fehlte die Publizität, in der Inflation war die Liquiditätssorge weder möglich noch erforderlich, und später schien die Zunahme des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und die Konzentration im Bankgewerbe eine große Liquiditätsreserve überhaupt unnötig zu machen. Hinzu kamen Rentabilitätserwägungen und infolge der Kapitalnot die Bestrebungen zum restlosen Einsatz aller Mittel[31]). Bei diesen Feststellungen darf aber auf keinen Fall übersehen werden, daß gerade die Banken in ihren Wechselbeständen ihre eigentliche Liquiditätsreserve erblickten und es als Aufgabe der Reichsbank betrachteten, in der Lage zu sein, Wechsel jederzeit diskontieren zu können. Für unsere weitere Untersuchung ist nun zu beachten, daß die Mitgliedsbanken in Deutschland nicht

27) Plenge, a. a. O., p. 193.
28) Plenge, a. a. O., p. 44.
29) Bankenquete 1933, I, 1. (Nordhoff) a. a. O., p. 480, 481.
30) Schacht hat sich 1927 beklagt, daß eine D-Bank ihre Guthaben bei der Reichsbank auf RM. 2000 zurückgehen lasse; siehe Bankenquete 1933, I, 2. (Nordhoff) a. a. O. p. 255, 256.
31) Bankenquete 1933, I, 1. a. a. O., p. 480, 481.

nur geringe, sondern dazu noch schwankende Reserven unterhalten. Unter diesen Verhältnissen muß sicherlich eine offene Marktpolitik eine andere Wirkung hervorbringen als z. B. diejenige in England oder in den Vereinigten Staaten.

Wir sahen uns veranlaßt, den Zusammenhang zwischen Zentralnotenbank und Mitgliedsbanken in den drei Ländern besonders hervorzuheben, da ja bei einer Analyse der Wirkung der offenen Marktpolitik keine allgemeinen und einheitlichen Feststellungen gemacht werden können, sondern die jeweiligen nationalen Voraussetzungen im Auge behalten werden müssen.

3. Theorie der offenen Marktpoltik.

a) Die vielfache Wirkung auf Geld- und Kreditmenge.

Wir haben die offene Marktpolitik als Mittel der Zentralnotenbank bezeichnet, um durch Veränderung ihrer Bestände an Wertpapieren die Geldmenge aus eigener Initiative heraus zu verändern. Ausgangspunkt ist die Tatsache, daß die Verbindlichkeiten der Zentralnotenbank Geld sind.

Zuerst wollen wir nun an einem Beispiel den Fall bezw. die Wirkung der Käufe am offenen Markt schildern, die zum Zwecke der Vergrößerung der Geldmenge und damit zur Hebung des Preisniveaus unternommen werden. Die einzelnen Phasen sind wie folgt:

1. Die Zentralnotenbank kauft am offenen Markt für, sagen wir, 1 000 000 Währungseinheiten Regierungsanleihen, wodurch der Bestand derselben im Portefeuille erhöht wird.

2. Die Verkäufer werden den Gegenwert in Schecks auf die Zentralnotenbank erhalten, die sie den Mitgliedsbanken zur Gutschrift auf ihre Konten übergehen.

3. Die Guthaben der Mitgliedsbanken bei der Zentralnotenbank werden durch Inkasso dieser Schecks zunehmen. Wenn die Mitgliedsbanken sich den Betrag in Banknoten geben lassen, werden die Barreserven der Mitgliedsbanken entsprechend erhöht. Der bilanzmäßige Gegenposten der erworbenen Wertpapiere ist also entweder bei den erhöhten Guthaben oder in dem gesteigerten Banknotenumlauf zu finden.

4. Beide, Zentralnotenbankguthaben und Banknoten, zählen zu den Reserven der Mitgliedsbanken. Da die Kreditpolitik der Mitgliedsbanken von ihren Liquiditätsreserven abhängig ist, werden diese erhöhten Reserven zu einer Kreditausweitung benutzt.

5. Die Größe der ermöglichten Kreditausweitung ist abhängig von dem Verhältnis, in dem Depositen zu Reserven gehalten werden. Bei einer Verhältniszahl von x (z. B. 3, 5, 10) ist der Expan-

sionskoeffizient $\frac{100}{x}$ ($33^1/_3$, 20, 10) und die zusätzliche Kreditausweitung kann für das gesamten Banksystem in unserem Falle nunmehr 1 000 000 Währungseinheiten mal $\frac{100}{x}$ (also 33 333 333, bezw. 20 000 000 bezw. 10 000 000) betragen.

6. Durch diese Kreditausweitungsmöglichkeiten veranlaßt werden auch zusätzliche Kredite, sei es an Unternehmer direkt oder an den Geldmarkt, gewährt. Die zusätzlichen Kredite treten irgendwo als Depositen in Erscheinung, werden wieder ausgeliehen und so fort, sodaß nach kurzer Zeit die ursprüngliche Reserveerhöhung ihre vielfache Wirkung vollendet hat. Einerseits wird durch eine Zinsenreduzierung eine neue Schicht Unternehmer veranlaßt, Kredite aufzunehmen, andererseits werden die zusätzlichen Kredite, die dem Geldmarkt gewährt werden, diesen erleichtern, und der dortige Ueberfluß wird wiederum durch eine Reduzierung der Geldmarktsätze untergebracht.

7. Die erhöhte Kreditinanspruchnahme bedeutet die Schaffung neuer Kaufkraft, die Ware und Dienst heischend auf dem Markt erscheint.

8. Der Erfolg der offenen Marktpolitik ist eine erhöhte Nachfrage, die hauptsächlich preismäßig die Wirtschaft beleben wird.

Ein Verkauf von Wertpapieren durch die Zentralnotenbank wirkt mutatis mutandis. Die Reserven der Mitgliedsbanken werden vermindert, wodurch deren Kredite an die Wirtschaft gemäß dem Kontrahierungskoeffizienten in vielfachem Maße gekündigt werden müssen, bezw. neue Kredite nicht mehr gewährt werden können, und eine allgemeine Zinssteigerung sowohl bei den Banken als auch auf dem Geldmarkt zu einer Reduzierung der Kaufkraft, zur Abnahme der Wirtschaftsumsätze und zu einem Fallen des Preisniveaus führt.

Wir haben es hier mit der Kreditschöpfung und der Kreditvernichtung zu tun, deren Problematik uns durch die Arbeiten von Hawtrey und Hahn zur Genüge bekannt ist. Die Bedeutung der offenen Marktpolitik liegt, wie wir sehen, nicht nur in dem Betrage der einzelnen Operation, sondern in ihrem multiplizierenden bezw. dividierenden Einfluß auf das Kreditgebäude, der je nach dem Reserveverhältnis verschieden ist[32]). Die Reserven verlieren fast ihren Charakter als Rückgriffsmittel und werden zur Steuerung des Kreditvolumens gebraucht. Die Wirkung der Veränderung der Reserven geht also ein bedeutendes Stück weiter, als der bloße Betrag der Operation ausmacht. Daher ist die Ansicht von Neißer,

32) Die vielfache Wirkung der Reserveveränderung ist natürlich nicht nur bei Operationen am offenen Markte, sondern auch bei allen die Reserven beeinflussenden Maßnahmen gegeben.

man solle sich mittels der offenen Marktpolitik unter Umgehung der Depositenbanken mit dem letzten Kreditnehmer in Verbindung setzen und ihn zur Veränderung seiner Kreditansprüche bewegen[33]), nicht verständlich. Ebenso wird die vielfache Wirkung der offenen Marktpolitik verkannt, wenn man — wie Norris — die Größe der einzelnen Operationen mit dem gesamten Bankkredit des Landes vergleicht[34]).

Für die Steuerungsmöglichkeit des Kreditvolumens ist das Festhalten an ein bestimmtes Reserveverhältnis Voraussetzung. Es ist unbedingt notwendig, daß die Mitgliedsbanken ihre Depositen stets in einem gleichen Verhältnis zu ihren Reserven halten, d. h. also bei Veränderung ihrer Reserven auch ihre Kreditgewährung entsprechend variieren. Wenn ein Reserveverhältnis, sei es durch Gesetz oder sei es durch Konvention, in Höhe von 5, 10 oder 15% in einem Banksystem allgemein eingeführt wird, so muß die Zentralnotenbank sich darauf verlassen können, daß dieses Verhältnis auch weiterhin in Kraft bleibt.

An und für sich ist die absolute Höhe des Reserveverhältnisses für eine Kreditkontrolle von sekundärer Bedeutung. Aus der Erkenntnis der multiplizierenden Wirkung der offenen Marktpolitik ergibt sich die Folgerung, daß die offene Marktpolitik einen um so größeren Einfluß auf die Geld- und Kreditmenge ausübt, je kleiner das Reserveverhältnis ist. Diesen Gedankengang darf man allerdings nicht ad absurdum führen. Ein hundert- oder gar ein tausendfaches Kreditgebäude der Mitgliedsbanken auf Grund einer 1 oder $^1/_{10}$% igen Reserve wäre sehr gefährlich. Ein Reserveverhältnis von null, bei dem sowohl die Kreditausdehnungsmöglichkeit der Mitgliedsbanken als auch die Steuerungsmöglichkeit der Zentralnotenbank unendlich sind, ist ganz undenkbar. Wesentlich ist jedoch nicht nur die Höhe des Reserveverhältnisses, sondern in erster Linie das Festhalten an ein bestimmtes Verhältnis schlechthin.

Während wir nun in England und in den Vereinigten Staaten eine Anpassung der Kreditpolitik der Mitgliedsbanken an den jeweiligen Stand ihrer Reserven erwarten können, so ist diese Wirkung z. B. für Deutschland nicht ohne weiteres anzunehmen. Könnte sich die Reichsbank darauf verlassen, daß eine Liquiditätsreserve von nicht mehr und nicht weniger als, sagen wir, 3% gehalten wird, dann würde eine vollzogene Reserveveränderung durch offene Marktpolitik das Kreditvolumen der Mitgliedsbanken um das 33⅓

33) Neißer, Die Reichsbank als konjunkturpolitischer Faktor, a. a. O., p. 588.

34) „Open market operations are entirely too small to affect the price level. At best they constitute 1/50 of the total banking credit available." Governor Norris, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 1926. zit. Lawrence, a. a. O., p. 121.

fache vergrößern bezw. verkleinern müssen. Aber auch jede die Reserven beeinflussende Maßnahme würde eine ganz ungeheure Wirkung haben. Von einer solchen Einflußnahme ist aber die Reichsbank weit entfernt, und es ist sehr fraglich, ob jene wegen der dann vorherrschenden großen Empfindlichkeit des Banksystems überhaupt zu begrüßen wäre. Erst eine Vergrößerung der Liquiditätsreserven, die zwar in absehbarer Zeit nicht zu erwarten ist, und ein Festhalten an ein bestimmtes Verhältnis, wie es z. B. von der Bankenquete 1933 vorgeschlagen wurde[35]), könnte der Reichsbank eine Steuerungsmöglichkeit im englischen oder amerikanischen Sinne geben.

Wir haben oben (Phase 1—8) einen ganz ausgeprägten Fall entwickelt, der in seiner Auswirkung absolut ist, unter der Voraussetzung, daß die jeweiligen Reserven stets in einem gleichen Verhältnis zu den Depositen gehalten werden. Eine quantitative Kreditkontrolle sowohl bei Käufen als auch bei Verkäufen am offenen Markt ist auch dann nur durchführbar, wenn einerseits kein Reservenüberschuß, andererseits aber auch kein Reservendefizit für eine längere Zeit in Erscheinung tritt.

In der Tat ist die Wirkung der offenen Marktpolitik in England vollständig im Einklang mit unserer Deduzierung. Keynes schreibt: „The efficacy of purchase to increase reserves is almost absolute. Since the money market owes the Bank of England little or nothing, the effects of market repayments to the Bank, resulting from greater abundance of founds, are not likely to be important. Thus the first and direct effect of open market purchases is to cause an increase in loans and advances on the basis of this“[36]). Im entgegengesetzten Falle: „The efficacy of sale of government securities is equally unqualified, so long as market rates are below bank rate. But if resistance of member banks to a restiction of credit causes market rates to approach bank rate. a tendency to counterbalance the open market operations by increased discounting on the part of the money market will set in, a tendency, which cannot be stopped except by raising the bank rate“[37]). Hier finden wir nun ein typisches Merkmal des englischen Banksystems: das Fehlen einer Verschuldung der Mitgliedsbanken an die Zentralnotenbank, wodurch fast bei der gesamten Banknotenausgabe und Zentralnotenbankgiralgeldschaffung die Bank von England die Initiative ergreift.

Wenn die Mitgliedsbanken aus irgendwelchen Gründen bei der Zentralnotenbank nicht rediskontieren und sich auch in anderer Weise nicht verschulden, dann kann die Zentralnotenbank von

35) Bankenquete 1933, I, 1, a. a. O., p. 488.
36) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O. p. 252.
37) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O. p. 253.

sich aus ohne weiteres durch Operationen am offenen Markt die Geldmenge bestimmen. Hierzu könnte sie sogar von jeglicher Diskontpolitik überhaupt Abstand nehmen, wäre sie nicht neben ihrer Tätigkeit als Herrscherin über die Geld- und Kreditmenge noch letzte Kreditgewährungsinstanz. Aus dieser zweiten Funktion ergibt sich aber eine sehr beachtliche Modifikation der bis jetzt entwickelten Theorie.

b) Modifikationen.

aa) Kompensierende Reaktionen.

Nehmen die Mitgliedsbanken die Zentralnotenbank auf dem Wege des Diskonts in Anspruch, dann besteht die Möglichkeit, daß nach Operationen am offenen Markte kompensierende Reaktionen eintreten, die die Wirkung der offenen Marktpolitik erheblich beeinträchtigen können[38]). Reservenzuwachs wird mit Rediskontschuldabdeckung, Reservenverminderung mit Rediskontschuldzunahme beantwortet.

Dieser Vorgang tritt, wie wir kennen gelernt haben, besonders in den Vereinigten Staaten ein, wo der Banksatz selten über dem Marktsatz liegt, d. h. also im allgemeinen kein „Penalty Rate"[39]) ist, und wo seit jeher die Mitgliedsbanken einerseits Zentralnotenbankkredit laufend in Anspruch nehmen, andererseits aber auch genau so oft geneigt sind, bei Zugang von neuen Mitteln aus einer bestehenden Rediskontverschuldung wieder herauskommen. Hier stoßen wir nun auf ein Zusammenwirken der offenen Marktpolitik mit der Diskontpolitik, wobei es Aufgabe der letzteren ist, die erstere zu ergänzen.

Wir haben bei der Schilderung der offenen Marktoperationen der Federal Reserve Banks, die gerade für diesen Fall der offenen Marktpolitik Beachtung verdient, auf die wandelnden Anschauungen deren Leiter hingewiesen. Zuerst wurde angenommen, daß die Federal Reserve Banks die Höhe ihrer eigenen Aktiven und damit auch die Höhe der Member Bank-Reserven bestimmen können, aber als die praktischen Erfahrungen eine andere Wirkung der offenen Marktoperationen aufzeigten, begründete man die offene Marktpolitik auf dem „Principle of inverse relations". Im voraus muß betont werden, daß die Wirkung der offenen Marktpolitik hier lange nicht so vollständig ist wie in unserem englischen Beispiele. Aus diesem Grunde vertritt auch Keynes die Ansicht, daß unter normalen Umständen die Kredite der Zentralnotenbank gleich null sein sollen[40]). Während also Keynes in der kompensierenden Reak-

38) Entsprechendes gilt auch für Lombardierungen bei der Zentralnotenbank.

39) Siehe Harris, a. a. O., p. 36—48.

40) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 234.

tion auf die Mitgliedsverschuldung ein Hindernis erblickt, haben die amerikanischen Bankleiter irrigerweise gerade darauf das Hauptgewicht gelegt[41]) und die „Inverse Relations" als Waffe[42]) betrachtet. Diese Theorie, die bis vor kurzem noch allgemein anerkannt worden zu sein scheint[43]), ist an und für sich nicht falsch, erklärt aber nur eine Variante der Reaktion der offenen Marktpolitik auf die Politik der Member Banks.

Die Wirkung der offenen Marktpolitik beim Bestehen einer Verschuldung oder bei der Möglichkeit erneut in Verschuldung zu geraten ist folgende. Nachdem die Reserven der Mitgliedsbanken durch Käufe von Wertpapieren am offenen Markt über das nötige Verhältnis hinaus erhöht wurden, sind die Mitgliedsbanken vor eine Alternative gestellt. Einerseits können sie die Ueberschußreserven zur zusätzlichen Kreditgewährung verwenden, dann ist der Erfolg der offenen Marktpolitik, wie ursprünglich geschildert, vollständig und primär mengenmäßig bedeutsam. Andererseits können die Mitgliedsbanken es vorziehen, ihre Rediskontschuld um den die benötigten Reserven übersteigenden Betrag ensprechend zu vermindern, wodurch sich nur eine Veränderung in der Zusammensetzung der Zentralnotenbankaktiven vollzieht, die gesamten Reserven der Mitgliedsbanken jedoch und dadurch auch die Geld- und Kreditmenge in alter Höhe unverändert bleiben. Der Einfluß der offenen Marktpolitik ist mengenmäßig neutralisiert. Bei Verkäufen von Wertpapieren tritt der umgekehrte Vorgang ein. Die veringerten Reserven werden entweder eine Verringerung der Kreditgewährung der Mitgliedsbanken herbeiführen, oder deren Kreditgewährung bleibt vorläufig unverändert aufrechterhalten, und die fehlenden Reserven werden durch Inanspruchnahme der Zentralnotenbank ergänzt. Auf den ersten Bilck scheint die offene Marktpolitik bei den Fällen der kompensierenden Reaktion ihren Zweck vollständig verfehlt zu haben. Welche Wirkung nun erzeugt die offene Marktpolitik?

Beim Bestehen der Tendenz der kompensierenden Reaktion wird die offene Marktpolitik durch die Diskontpolitik wirksam. Bei einer Abdeckung der Mitgliedsbankschuld nach Käufen am offenen Markte werden die Mitgliedsbanken durch die Schuldreduzierung bezw. durch die Schuldbefreiung zur Einführung einer erleichterten Kreditpolitik mit allgemeinen Zinssenkungen veranlaßt werden, besonders noch dann, wenn durch eine Herabsetzung des Diskontsatzes ihnen im Zuge der Kreditausdehnung die Möglichkeit einer billigeren Reserveerhöhung durch Rediskontierungen gewährleistet

41) Harris, a. a. O., p. 169, 175, 260, und besonders 261.
42) Harris, a. a. O., p. 193.
43) Harris, a. a. O., p. 163.

erscheint. Will nun im umgekehrten Falle die Mitgliedsbank ihre durch Zentralnotenbank-Verkäufe verringerten Reserven auf dem Wege der Rediskontierungen wieder ergänzen, so muß sie den von der Zentralnotenbank bestimmten Diskont bezahlen, der wahrscheinlich im Rahmen der vorgesehenen Kreditverknappungspolitik herauf gesetzt worden ist. Der teurere Kredit wird die Mitgliedsbank veranlassen, ihre eigene Sätze ihren Kunden gegenüber zu erhöhen, wodurch eine allgemeine Krediteinschränkung nach und nach Platz greift. Gleichzeitig wird der Geldmarktsatz in seiner Tendenz dem Banksatz folgen müssen.

Der Erfolg der offenen Marktpolitik, das Kreditvolumen zu beeinflussen, wird hier durch die Veränderung der Verschuldung erreicht. Diese Feststellung ist ganz im Einklang mit der dem „Principle of inverse relations" zugrundeliegenden „Open market indebtedness theory", die die Bewegungen der Geldmarktsätze aus der Bewegung der Mitgliedsverschuldung herzuleiten versucht[44]).

Es herrscht kein Zweifel, daß beim Bestehen der kompensierenden Reaktion die Diskontpolitik die offene Marktpolitik teilweise wirksam machen kann, aber auf jeden Fall fehlt die Wirkung der Multiplizierung, bezw. der Dividierung, durch die sich gerade die offene Marktpolitik zu der bedeutendsten kreditpolitischen Waffe einer Zentralnotenbank entwickelt hat.

Die Frage erhebt sich nun, ob nicht solche kompensierende Reaktionen durch irgendwelche Maßnahmen verhindert werden können. Dies wird bei einer Kreditverflüssigungspolitik leichter sein als bei dem umgekehrten Ziele. Die Zentralnotenbank muß nur die offene Marktpolitik so lange intensivieren, bis die Mitgliedsbanken ihre ganzen Verpflichtungen abgedeckt haben, und nachdem keine Kompensierungen mehr möglich sind, werden sich Ueberschußreserven bilden müssen. Will die Zentralnotenbank dagegen den Geldmarkt verknappen, so hat sie hierbei größere Schwierigkeiten. Einmal kann sie nur so viele Wertpapiere verkaufen, als sie zuvor während des Aufschwunges angesammelt hat, ferner ist fraglich, inwieweit sich die Mitgliedsbanken von ihren Kreditgesuchen bei der Zentralnotenbank durch einen höheren Banksatz abhalten lassen.

Lawrence versucht für Amerika zu beweisen, daß die Member Banks mit ihren eigenen Zinssätzen sich keineswegs an den Bank-

44) Harris, a. a. O., p. 14, 15, 62, 169, 170, 472.
„Changes in the indebtedness appear to be the initiating force in corresponding changes in money rates. It is this relation apparently which has given to reserve bank operations in the open market that peculiar efficacy for control over the money markets, which has to be written more fully than it has been written into reserve banking theory". W. W. Riefler, a. a. O., p. 27, 28.

45) Lawrence, a. a. O., Kap. XXII.

satz anzulehnen brauchen[45]). Der multiplizierende Effekt der Reservenveränderung auf die Kreditgewährung wirke in Bezug auf die Zinskosten bei Rediskontierungen reziprok. Da diese Zinskosten nur ein Bruchteil ihrer gesamten Kreditkosten seien[46]), müßte der Banksatz eine erstaunliche Höhe annehmen, bevor er eine wesentliche Veränderung der Zinssätze der Member Banks hervorzurufen brauche. Bei einem Rediskontsatze von 4½% betrage der errechnete Member Bank-Zinssatz 5,66%, bei 9% — 5,9%, bei 54% — 8,35%, bei 94½% — 10,53%[74]). Keynes kritisiert mit Recht dieses Ergebnis, da ja durch die Mehrzahl der Member Banks jede einzelne den erhöhten Banksatz bezahlen müsse, aber nur eine kleine Porportion des Vorteils der erhöhten Kreditgewährung ernte[48]). Schließlich ist auch zu betonen, daß zur Zeit der Inanspruchnahme des Banksatzes unmöglich die spätere eventuelle Vervielfachung des Kreditgebäudes, die ja erst die kostenmäßige Unabhängigkeit von der Höhe des Banksatzes rechtfertigt, sofort vorweggenommen werden kann. Allein aus dieser Erwägung heraus wird die Erhöhung des Banksatzes eine mehr oder weniger entsprechende Erhöhung der Zinssätze der Mitgliedsbanken hervorrufen müssen. Die Erfahrungen in Amerika zeigen, daß sich auch die Zinsbedingungen der Member Banks meistens dem Rediskontsatze angepaßt haben. Erstaunlicherweise haben jedoch die Federal Reserve-Leiter die korrespondierende Erhöhung der Member Bank-Zinssätze mit der Erhöhung des Banksatzes, anstatt zu begrüßen, verschiedentlich beanstandet[49]).

bb) Weitere Modifikationen.

Weitere wesentliche Modifikationen der entwickelten Theorie ergeben sich aus der Tatsache, daß die jeweilige Größe der Reserven der Mitgliedsbanken nicht nur von den Operationen am offenen Markte, sondern auch von ganz anderen Faktoren beeinflußt wird.

Die Reserven können erstens selbständig auf dem Wege des Diskonst variieren. Es ist Aufgabe der Diskontpolitik und der den Diskont wirksam machenden Maßnahmen, diese Tendenz zu kontrollieren. Ferner sind noch Veränderungen im Bargeldbedarf des Verkehrs zu erwähnen, die eine ganz eindeutige Wirkung auf die Höhe der Reserven der Mitgliedsbanken haben können. Daneben ist auch gerade in diesem Zusammenhange die Finanzpolitik des Staates beachtenswert[50]). Die bedeutendste Hemmung für die Wirksamkeit der offenen Marktpolitik treffen wir jedoch bei dem Einfluß der Kaiptal- und Goldwanderungen von Land zu Land. Dadurch können

46) Lawrence, a. a. O., p. 311, 470.
47) Lawrence, a. a. O., p. 312.
48) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 248.
49) Siehe Harris, a. a. O., p. 77, 421.
50) Keynes, Tract on Monetary Reforms, a. a. O., p. 179.

die Reserven eine außerordentliche Veränderung erfahren, — eine Entwicklung, die vielleicht die Zentralnotenbank gar nicht begrüßt.

Bei der Anwendung einer offenen Marktpolitik können alle diese Faktoren den erhofften Erfolg beeinträchtigen. Es bestehen aber gegen die Bekämpfung dieser Erscheinungen wiederum mit offener Marktpolitik fast keine prinzipiellen Bedenken, — mit Ausnahme solcher gegen die Bekämpfung, d. h. Neutralisierung der Einflüsse der Goldbewegungen, auf die im nächsten Abschnitt eingegangen wird.

4. Offene Marktpolitik und Goldwährung.

a) Einleitung.

Wir wollen hier die Zusammenhänge zwischen der offenen Marktpolitik und der Goldwährung zu klären versuchen Nur bei großem Goldbestande ist eine nationale Individualpolitik für eine Zeitlang möglich[51]), sodaß die Kreditpolitik eines Landes — die offene Marktpolitik mit eingeschlossen — auf die Kreditpolitik aller Länder Rücksicht nehmen muß. Der internationale Goldstandard setzt nicht nur eine Grenze für die Kreditausweitung, sondern auch eine für die Krediteinschränkung fest. Beide müssen frühzeitig abgebremst werden, weil sonst der Goldverlust oder der Goldgewinn ganz erheblich werden kann, es sei denn, daß die Kreditpolitik aller Länder sich in der gleichen Richtung bewegt[52]).

Versucht man mittels der offenen Marktpolitik eine Kreditkontrolle zur Herbeiführung einer Stabilisierung des Preisniveaus zu erzielen, dann kann die offene Marktpolitik zur Goldwährung in Widerspruch gelangen, da letztere nur stabile Wechselkurse, aber ein schwankendes Preisniveau zwecks Ausgleichs der Preisniveaus (der Preissysteme) aller Länder durch die Güter- und Kapitalbewegungen voraussetzt. Der Wechselkurs ist abhängig von dem Verhältnis des inländischen Preisniveaus zum ausländischen, und man kann nicht gleichzeitig das inländische Preisniveau und die Wechselkurse stabil halten[53]). Daher kann die offene Marktpolitik letzten Endes bei dem Bestehen einer manipulierten, ungebundenen (freien) Währung ohne paritätische Verknüpfung mit anderen Valuten viel intensiver zur Erreichung eines bestimmten Zieles eingesetzt werden. Allerdings muß auch hier die Zentralnotenbank auf internationale Komplikationen, auf die Konjunktur- und Zinsgestaltung der Umwelt ihr Auge richten, da bei jedem Währungs-

51) Plenge, a. a. O., p. 152.
52) Hawtrey, Gold Standard in Theory and Practice, a. a. O., p. 46.
53) Keynes, Tract on Monetary Reform, a. a. O., p. 154, 155.

system mehr oder weniger Preisniveauausgleichstendenzen bestehen, aber die Schranken der nationalen Kreditpolitik liegen weiter entfernt als bei der Goldwährung, besonders wenn das betreffende Land innerhalb der Gemeinschaft der Nationen wirtschaftlich gesehen eine führende Stellung einnimmt oder wenn sein Außenhandel eine ganz nebensächliche Rolle spielt.

Die Verbindung der offenen Marktpolitik mit der Goldwährung soll im einzelnen aufgezeigt werden. Nach den Spielregeln der Goldwährung muß ein Goldabfluß von einer Diskonterhöhung und von Krediteinschränkungen, ein Goldzufluß von einer Diskontreduzierung und von Kreditausweitungen gefolgt sein. Eine Umkehr der Goldbewegungen wird sodann durch den Güter- und Kapitalstrom herbeigeführt.

Die Zentralnotenbank kann im Zusammenhang mit ihrer Goldpolitik in dreifacher Weise offene Marktpolitik treiben.

b) Offene Marktpolitik und Goldwährung = Kein Gegensatz.

1. Werden bei Goldabfluß nach einer Erhöhung des Diskontsatzes die Wechselbestände der Zentralnotenbank wesentlich reduziert, dann ist es vielleicht nicht notwendig, auch die Wertpapierbestände zu verkleinern, um die notwendige Kreditverknappung einzuleiten. In diesem Falle ist die offene Marktpolitik negativ und das alte Verfahren der Bank von England unter Horsley Palmer wird angewendet: „to let the public act on the issues“[54]).

2. Die Zentralnotenbank kann die Ausgleichstendenz beschleunigen: sie verkauft Wertpapiere auf dem offenen Markte und macht dadurch den Diskont schneller wirksam, wodurch auch eine schnellere Steigerung der Geldmarktzinssätze und eine plötzlichere Krediteinschränkung als oben herbeigeführt wird.

Diese letzte Möglichkeit stand z. B. der Bank von England schon vor dem Kriege zur Verteidigung der im Herbst einsetzenden Goldverluste (autumnal drain) jeweils offen[55]). Auch zur Herbeiführung einer Goldbewegung kann die offene Marktpolitik herangezogen werden. Eine Goldeinfuhr wird durch Diskonterhöhung und durch offene Marktverkäufe vorbereitet, eine Goldausfuhr durch Diskontermäßigung und Käufe am offenen Markt. Diese umgekehrte Politik steht ganz im Einklang mit den Spielregeln der Goldwährung. Als typisches Beispiel dient die Politik des Federal Reserve-Systems nach dem Kriege. Als 1927 bis 1928 fast ganz Europa zur Goldwährung zurückgekehrt war, wollten die Vereinigten Staaten den Gold-

54) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 288.
55) Andréadès, a. a. O., p. 308, 309.

rückfluß dorthin erleichtern. Nachdem am offenen Markt Käufe zur Ermäßigung der Geldmarktsätze vorgenommen wurden, floß Gold ab. Umgekehrt führten die Kreditverteuerung und die Verkäufe am offenen Markte im Jahre 1929 zur Goldeinfuhr.

c) Offene Marktpolitik und Goldwährung = Ein Gegensatz.

3. Bei Goldzuflüssen werden in entsprechendem Ausmaße am offenen Markte Wertpapiere verkauft, bei Goldabflüssen Wertpapiere gekauft.

Welche Bedeutung haben solche Maßnahmen? Mittels der offenen Marktpolitik kann der Einfluß der Goldbewegungen auf die Geld- und Kreditmenge neutralisiert werden[56]). Statt den Goldbewegungen zu erlauben, die Kreditbasis zu verändern, wird eine offene Marktpolitik betrieben, um gerade diesen automatisch einsetzenden Einfluß zu verhindern. Wertpapierkäufe am offenen Markte nach Goldabfluß, Wertpapierverkäufe nach Goldzufluß bedeuten, daß die gesamten Aktiven der Zentralnotenbank und damit auch deren Herrschaft über den Geldmarkt unberührt bleiben. Hier werden also die Spielregeln der Goldwährung nicht beachtet und die inflatorischen bezw. deflatorischen Auswirkung der Goldbewegungen im Interesse einer Kreditkontrolle absichtlich unmöglich gemacht.

Dieses Verfahren wurde zu verschiedenen Zeiten von den Federal Reserve Banks angewendet, seitdem diese vom Jahre 1919 ab[57]) die zunehmenden Goldbestände nicht mehr zur Kreditausweitung benutzen wollten. 1922 wurde offiziell anerkannt, daß offene Marktoperationen zur Neutralisierung der Goldbewegung unternommen werden könen[58]). Im Jahre 1923 wurden dann bei Goldeinfuhr Wertpapiere am offenen Markte verkauft, die das Steigen der Preise verhinderten[59]). Ein anderes Beispiel lieferte die Federal Reserve-Politik vom Mai 1927. Am 11. Mai wurde Gold für $ 59 000 000 gekauft und Government Securities für $ 62 000 000 verkauft. Am 25. Mai nahmen dann die Goldbestände um $ 45 000 000 ab, wonach die Bestände an Wertpapieren um $ 52 000 000 stiegen[60]). Man wollte den Geldwert von den Goldbewegungen unberührt halten. Aehnlich wurde im September und Oktober 1931 verfahren[61]). Von einer einheitlichen diesbezüglichen Federal Reserve-Politik kann man aller-

56) Siehe z. B. MacMillan Report, a. a. O., p. 152.
57) Harris, a. a. O., p. 81.
58) Harris, a. a. O., p. 165.
59) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 289, 290.
60) Anderson, Some Economic Forces, a. a. O., p. 13; Burgess, a. a. O., p. 260, 261.
61) Dolley, a. a. O., p. 515.

dings nicht sprechen; manchmal wurde der Einfluß der Goldbewegungen verstärkt, manchmal aber auch neutralisiert[62]).

In England ist die Goldneutralisierung durch offene Marktpolitik relativ erst spät versucht worden. Keynes ist sogar darüber erstaunt, daß im Vorkriegsengland nichts durch offene Marktpolitik getan wurde, um die unangnehmen Wirkungen der saisonalen Goldwanderungen auf das Kreditvolumen zu verhindern[63]). Besondere Beachtung verdient eine solche Transaktion aus dem Jahre 1929. Zwischen Juni und Oktober nahmen die Goldbestände im Issue Department der Bank von England um £ 32 000 000 ab, dadurch auch die Notes im Banking Department um £ 37 000 000, während die Securities im Banking Department um £ 36 000 000 sich erhöhten[64]).

d) Die Problematik der Goldneutralisierung.

Die Neutralisierung der Goldbewegungen, sei es durch offene Marktpolitik oder durch irgendwelche andere Maßnahmen, ist von sehr problematischem Nutzen. Gerade was man verhindern will, wird durch eine solche Neutralisierung erneut angeregt. Goldimporte, die neutralisiert werden, ziehen neue Importe nach sich und vice versa. Burgess zeigt in dieser Beziehung die Schwierigkeiten der amerikanischen Kreditpolitik nach dem Kriege: die Geldsätze hätten hoch sein sollen zur Vermeidung einer Inflation und tief, um kein neues Gold ins Land zu ziehen[65]). Da beide Ziele nicht miteinander zu vereinbaren waren, stabilisierte man die Preise, und erhielt weiterhin Gold, das man nicht haben wollte. Der große Fehler der Goldneutralisierung liegt eben darin, daß gerade der heilende Ausgleich der Zinssätze bezw. des Preisniveaus zwischen den einzelnen Ländern — im Widerspruch zu den Spielregeln der Goldwährung — vereitelt wird[66]). Hat man also den Goldstandard als internationalen Standard eingeführt, dann sollte man — politische Praktizierbarkeit vorausgesetzt — auch dessen Spielregeln einhalten. Will man aber gerade die von uns aufgezeigten Unzulänglichkeiten des Goldstandards vermeiden, dann müßte man auch auf eine paritätische Verknüpfung der verschiedenen Zahlungseinheiten mit dem Golde verzichten und in allen Ländern eine auf Stabilisierung des Preisniveaus hinzielende Kreditkontrolle auszuüben versuchen. Eine gleiche Kredit- und Konjunkturpolitik aller Zentralnotenbanken ist der Weg, der die geringsten Komplikationen aufweisen wird.

---

62) Harris, a. a. O., p. 25.
63) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 230.
64) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 289.
65) Burgess, a. a. O., p. 259.
66) „Corrective action is not taken at home". Harris, a. a. O., p. 158.

5. Diskontpolitik und offene Marktpolitik.

a) Einleitung.

Wir werden uns in diesem Abschnitt mit dem Unterschied der zwei bedeutendsten Instrumente der Zentralnotenbankpolitik, der Diskontpolitik und der offenen Marktpolitik auseinandersetzen. Beide dienen zur Kontrolle der Geld- und Kreditmenge, und bei gleichzeitiger Anwendung müssen beide jeweils ein und dasselbe Ziel im Rahmen der gesamten Kreditpolitik verfolgen und zu einander im Einklang stehen[67]). Eine Kreditverflüssigung wird durch eine Diskontherabsetzung und durch Käufe am offenen Markt, eine Verknappung durch Diskonterhöhung und Verkäufe herbeigeführt. Es brauchen also zwischen diesen beiden Mitteln keine Konflikte zu bestehen[68]), und wenn wir von den Auseinandersetzungen und den manchmal fast unvereinbaren Bestrebungen innerhalb der 12 Federal Reserve Banks Abstand nehmen, bestanden auch in der Politik bisher keine[69]). Diese Erkenntnis steht dabei nicht im Widerspruch zu derjenigen, daß zu einem gegebenen Zeitpunkt der einen oder anderen Maßnahme mehr Bedeutung zukommt, schon allein wegen der Verschiedenartigkeit der Wirkung der offenen Marktpolitik und der Diskontpolitik.

b) Unterschied in der Art des Einschlages.

Während die offene Marktpolitik primär mengenmäßig wirkt, von kompensierenden Reaktionen abgesehen, wirkt die Diskontpolitik primär preismäßig, oder anders ausgedrückt: in dem einen Fall wird das Angebot von Kreditmenge bestimmt, welches seinerseits den Preis und die Nachfrage beeinflußt, in dem anderen Fall wird der Preis des Kredites festgesetzt, der diesmal die Höhe der Nachfrage bestimmt. Die Zentralnotenbank kann bei einer Diskontänderung nie die genaue Wirkung vorhersagen, da der Erfolg der Diskontpolitik stest von der Initiative der Mitgliedsbanken, bzw. des Geldmarkts abhängt. Für die Wirksamkeit der Diskontpolitik als selbständigen Faktor ist eine hohe Verschuldung wünschenswert, und es hat deshalb nach wie vor der Ausspruch Plenges Geltung, daß der Geldmarkt um so abhängiger von der Zentralnotenbank ist, je regelmäßiger er sie für Kredite in Ansruch nehmen

---

67) So sagt Keynes: „Bank rate and open market policy, except within limits, cannot be carried along different lines." Treatise II, a. a. O., p. 251.

68) Die zu drastische Wirkung einer Diskontänderung kann aber gewollt auf dem Wege der offenen Marktpolitik abgeschwächt werden. Siehe A. C. Whitaker, Federal Reserve Position and Policies, The American Economic Review, Vol. XX, Supplement, März 1930, p. 96.

69) Harris, a. a. O., p. 631 ff.

muß[70]). Ein Banksatz, der nicht in Anspruch genommen wird, hat keine große Bedeutung. Man kann also verstehen, daß die Tatsache des völligen Fehlens einer Verschuldung in den frühen Tagen des Federal Reserve-Systems ein großes Hindernis der Kreditpolitik bildete[71]). Eine Wirksamkeit des Banksatzes wird nun durch Verkäufe am offenen Markt erzielt, indem die Mitgliedsbanken zur Rediskontierung gezwungen werden. Wenn Verkäufe *nach* der Diskontänderung einsetzen, dann ist das Ziel der offenen Marktpolitik die Diskontpolitik wirksam zu machen.

Betrachten wir jetzt die offene Marktpolitik als selbständiges Instrument. Im Gegensatz zur Diskontpolitik geht hier die Initiative von der Zentralnotenbank aus. Die offene Marktpolitik ist um so wirksamer, desto weniger die Mitgliedsbanken verschuldet sind, weil dann ja die Möglichkeit der kompensierenden Reaktion fehlt. Letztere kann im Zweifel durch die Diskontpolitik abgeschwächt werden. Der Vorgang ist folgender: Bei einer Kreditverknappungspolitik werden Wertpapiere verkauft. Die Mitgliedsbanken versuchen ihre abnehmenden Rerserven auf dem Diskontwege sofort zu ersetzen. Jetzt wird die Zentralnotenbank ihren Diskontsatz erhöhen. In diesem Falle versucht also die Diskontpolitik die offene Marktpolitik wirksam zu machen, da die Operationen am offenen Markt *vor* der Diskontänderung eintreten.

c) Unterschied in der Geldmengenkontrolle.

Weiterhin besteht ein Unterschied in der Kontrolle über die Geldmenge, je nach der Art der Emission. Da die Zentralnotenbank über die Diskontbestände nicht dieselbe Macht hat wie über die offenen Marktbestände, ist ihr Einfluß um so unbedingter, je weniger die Geldmenge auf der Diskontpolitik und je mehr diese auf der offenen Marktpolitik aufgebaut ist[72]). Gleichzeitig ist auch für die Mitgliedsbanken wesentlich, durch welche Maßnahmen ihre Reserven gebildet werden. Sind diese auf dem Diskontwege entstanden bzw. erhöht, dann werden die Mitgliedsbanken wahrscheinlich versuchen, ihre alten Kredite einzuschränken und neue Kreditgesuche unbefriedigt zu lassen, während man von den durch offene Marktpolitik gebildeten Reserven gerade das Gegenteil behaupten kann. Die Mitgliedsbanken werden für ihre Mittel weitere Anlagemöglichkeiten suchen[73]). Im ersten Falle erhalten die Mitgliedsbanken ihre Reserven unter Eingehung einer Verschuldung, indem sie ihre liquiden Anlagen (Wechselbestände) der Zentralnotenbank einreichen.

---

70) Plenge, a. a. O., p. 243.
71) Harris, a. a. O., p. 67, 68.
72) Aehnlich Otto Donner, Reichsbank und Banken, Bankenquete des Deutschen Volkswirts, 22. 12. 1933, p. 515; Harris, a. a. O. p. 158.
73) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 236.

Im zweiten Falle dagegen sind sie noch im Besitze dieser Anlagen, da der Reservenzuwachs absolut ist und kein Austausch stattfindet. Ebenso absolut ist auch der Verlust von Reserven bei offenen Marktverkäufen. Daher wäre es ganz falsch, allgemein zu behaupten, daß die offene Marktpolitik gegenüber der Diskontpolitik für die Mitgliedsbanken liquiditätsfreundlicher sei. Da nun die Zentralnotenbank die Fähigkeit hat, die Zusammensetzung ihrer Aktiven zu bestimmen, hat sie es auch in der Hand, die ihr richtig scheinende Tendenz herbeizuführen.

d) Unterschied in dem Zeitpunkte des Einschlages.

Zwischen der Diskontpolitik und der offenen Marktolitik besteht noch ein weiterer Unterschied in dem Zeitpunkte des Einschlages. Eine Veränderung des Diskontsatzes macht sich für die Mitgliedsbank, die die Zentralnotenbank in Anspruch nimmt, erst nach Ablauf und Ergänzung aller Diskontbestände kostenmäßig voll bemerkbar. Wird aber durch Kauf von Wertpapieren die Mitgliedsbank gezwungen, ihre Reserven auf dem Diskontwege zu ergänzen, so wird bei einer Diskonterhöhung die Mitgliedsbank die volle Verteuerung sofort zu spüren bekommen[74]). Die offene Marktpolitik wirkt also schneller. Wird schließlich die Mitgliedsbank, vielleicht wegen dem Vorhandensein eines Strafsatzes (Penalty rate) durch eine auf dem Wege der offenen Marktpolitik entstandene Reduzierung der Reserven zur Krediteinschränkung veranlaßt, so spürt sie selbst den erhöhten Banksatz überhaupt nicht. Sie muß aber ihrerseits ihre Kredite einschränken. Mitchell spricht geradezu von einem rapiden Aufsaugen der Kredite[75]). Bei allen drei Varianten wird jedoch der Einschlag auf die Bankkunden in Form des verteuerten Kredites, am stärksten im letzten Falle wegen der absoluten Notwendigkeit der Kreditdrosselung, erst bei Ablauf und bei Ergänzung der Kredite voll zu spüren sein.

e) Psychologischer Unterschied.

Eine weitere Unterscheidung ist psychologischer Natur. Bekanntlich hat eine Aenderung des Diskontsatzes neben der Herbeiführung einer Verteuerung oder einer Verbilligung des Zentralnotenbankkredites noch viele andere Wirkungen. Hauptsächlich in den Vereinigten Staaten ist betont worden, daß die Bedeutung des Diskonts in vielen Kreisen überschätzt werde. Diskonterhöhungen würden keineswegs in einer phlegmatischen Weise hingenommen werden, sondern sie könnten vielleicht allgemeines Mißtrauen und Zweifel

74) Aehnlich auch bei Schmitt, a. a. O., p. 61; Hayek, a. a. O., p. 281.
75) W. C. Mitchell, Hearings: Operation of Banking Systems, zit. Harris, a. a. O., p. 156.

an der Sicherheit des Kreditgebäudes auslösen[76]). Auch die innerpolitischen Folgen der Diskontänderung sind oft unerfreulich. Umgekehrt besteht die Möglichkeit, daß eine für das Wirtschaftsleben unbedingt notwendige Diskontsenkung aus Furcht vor dem Wiederaufleben der Börsenspekulation nicht durchgeführt wird. Der Diskontpolitik gegenüber wirkt nun die offene Marktpolitik ganz geräuschlos, weniger dramatisch und ohne Alarm und Aufmerksamkeit zu erregen[77]). In der Tat wird eine primär einsetzende Diskontpolitik ganz unabhängig davon, ob sie später durch offene Marktoperationen wirksam gemacht wird oder nicht, ein stark diktatorisches Gepräge haben. Wird aber die offene Marktolitik primär angewendet und erst nachher der Diskont den durch die offenen Marktoperationen veränderten Verhältnisse auf dem Geldmarkt angepaßt, so scheint nur eine die Marktbedingungen wiederspiegelnde, d. h. eine konstatierende Diskontpolitik ausgeübt worden zu sein[78]). Die offene Marktpolitik kann zweifellos nach außen hin sachte wirken, während man bei der Diskontpolitik mehr von ruckhaften Veränderungen reden kann.

f) Der Einschlag auf verschiedenen Märkten.

Schließlich müssen wir einen weiteren Unterschied erwähnen, der für das Verständnis der offenen Marktpolitik als Konjunkturbeeinflussungsmittel sehr ausschlaggebend sein kann. Die Diskontpolitik befaßt sich stets und unmittelbar mit den sog. Geldmarktwerten und beeinflußt dadurch die Geldmarktsätze, während die offene Marktpolitik, soweit sie sich bei den Operationen langfristiger Wertpaiere bedient, nicht allein den Geldmarkt, sondern auch den Kapitalmarkt und seine langfristigen Sätze direkt berührt. Die offene Marktolitik ist insofern bedeutend vielseitiger als die Diskontpolitik und daher auch mehr geeignet, das Ausmaß der Investierungen zu beeinflussen[79]). Wir haben es hier mit einem prinzipiellen Unterschiede zu tun und werden in unserer nächsten Untersuchung den Einschlag der offenen Marktpolitik auf den Kapitalmarkt behandeln.

6. Der Einschlag der offenen Marktpolitik auf den Kapitalmarkt.

a) Die Tiefenwirkung der offenen Marktolitik.

Jede Operation einer Zentralnotenbank am offenen Markte beeinflußt in erster Linie die Reserven der Mitgliedsbanken und da-

76) Strong, zit. Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 258.
77) Harris, a. a. O., p. 155; Keynes, Credit Control, a. a. O., p. 551.
78) Harris, a. a. O., p. 155—157; ähnlich auch Schmitt, a. a. O., p. 83.
79) So auch Keynes: „The Bank rate is suitable to preserve international equilibrium, open market operations are more effective to influence the rate of investment", Treatise on Money, II, a. a. O., p. 252.

durch auch die Lage des Geldmarktes. Wir haben nun bereits darauf hingewiesen, daß durch die Verbindung, die zwischen dem Geldmarkte und dem Kapitalmarkte — gewissermaßen in der Art der kommunizierenden Röhren — besteht, auch der Einfluß der offenen Marktpolitik über den Geldmarkt auf den Kapitalmarkt übergreift. Die Zinssätze für kurzfristige Kredite bestimmen mit der Zeit diejenigen für langfristige Kredite[80]), auch wenn zweifellos Beharrungsfaktoren einer schnellen Anpassung hemmend entgegen treten könen. Sinkt z. B. der Zins auf dem Geldmarkte, so wird durch Abströmen von Geldmarktmitteln an den Kapitalmarkt auch der langfristige Zins gedrückt. Für die Entwicklung der Konjunktur, besonders für die Herbeiführung eines Konjunkturaufschwungs, der immer in einer intensiven Investition zum Ausdruck kommt, ist der Stand des Kapitalmarktzinssatzes, soweit nicht Zusatzkredite vom Geldmarkte in Anspruch genommen werden, entscheidend. Da der effektive Zinssatz auf dem Kapitalmarkte sich aus der Höhe der Nominalverzinsung und der Höhe der Börsenkurse der festverzinslichen Wertpapiere errechnet, muß jede Maßnahme, die auf die Börsenkurse zusätzlich einwirkt, auch eine zusätzliche Veränderung des Kapitalmarktzinssatzes auslösen[81]). Der Einfluß der offenen Marktpolitik auf den Kapitalmarkt ist also besonders dort groß, wo nicht nur indirekt Geld vom Geldmarkte zum Kapitalmarkte abfließt[82]), sondern auch durch die Nachfrage nach Kapitalmarktwerten die Börsenkurse sich verändern[83]). Hierin liegt die Tiefenwirkung der offenen Marktpolitik[84]). Wenn wir den Einschlag der offenen Marktkäufe auf den Kapitalmarkt näher verfolgen, so werden wir noch weitere Erscheinungen feststellen müssen. Die Kurssteigerung der betroffenen Papiere steckt an. Das allgemeine Vertrauen in die Wirtschaftslage festigt sich. Effektenbesitzer ziehen es vor, ihre Effektenbestände nicht abzustoßen, sondern eher zu erhöhen, wodurch auch die Kurse der nicht von der Zentralnotenbank gehandelten Papiere anziehen. Jetzt werden erneut Geldmarktmittel langfristig investiert. Die Mitgliedsbanken, die vielleicht keine geeigneten kurzfristigen Anlagemöglichkeiten haben, werden durch die neue Lage am Kapitalmarkte angeregt, die Bestrebungen der Zentralnotenbank zu unterstützen und nun von sich aus langfristige Wertpapiere zu kaufen. Gleichzeitig wird der

80) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 352.
81) Siehe z. B. Riefler, p. 6.
82) Schmitt, a. a. O., p. 83, 84.
83) „Die Effektenkäufe der Zentralnotenbank wirken zunächst nur auf die Bankenliquidität. Allerdings wird die Wirkung verstärkt, daß die Effektenkäufe das Kursniveau auf dem Kapitalmarkt heben und dadurch einen weiteren Konjunkturimpuls zu geben vermögen", Einsiedel, a. a. O., p. 271.
84) Schmitt, a. a. O., p. 119, 120.

billige Geldmarktzins einen guten Resonanzboden für den Beginn einer Aktienspekulation bilden. In dieser Weise greift die offene Marktpolitik den Kapitalmarktzinssatz von zwei Seiten, also einmal von der Geldmarktseite indirekt, dann von der Kapitalmarktseite direkt an, und die Wirkung der offenen Marktpolitik geht weit über den Betrag der einzelnen Operationen hinaus und sogar bedeutend weiter, als wir bisher überhaupt aufzeigten. Durch die Senkung des Kapitalmarktzinses werden schließlich Neuinvestitionen lockend und lohnend. Daneben werden auch die Mitgliedsbanken entlastet, indem sie bisher bloß formell kurzfristige, aber materiell langfristige Kredite auf dem Kapitalmarkte konsolidieren können. Allerdings kann ihre eigene Liquidität durch den Ankauf von festverzinslichen Werten verschlechtert erscheinen, wenn nicht die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes ein jederzeitiges Abstoßen der Bestände verbürgt.

Bei Verkäufen langfristiger Wertpapiere am offenen Markte ist notwendigerweise die ganze Wirkung umgekehrt und zum Teil fast ebenso intensiv und verschärft. Nur hat der direkte Einfluß der offenen Marktpolitik auf den Kapitalmarkt nicht ganz dieselbe Bedeutung. Es ist anzunehmen, daß eine Konjunkturdrosselung erst nach einem übermäßigen Aufschwung einsetzt. Die amerikanischen Erfahrungen von 1928 und 1929 offenbarten, daß am Ende eines Aufschwungs Neuinvestitionen nur geringe Rücksicht auf die Höhe des Kapitalmarktzinssatzes zu nehmen brauchen, solange infolge der dauernd steigenden Börsenkurse der Dividendenpapiere Kapital in Beteiligungsform fast jederzeit und sogar zu günstigen Bedingungen zu haben ist. Für die Drosselung der Konjunktur ist demnach die Höhe des Geldmarktsatzes wichtiger als die Höhe des Kapitalmarktsatzes. Auch in den Vereinigten Staten hat die Politik des teueren Geldes, die hauptsächlich zur Bekämpfung der Börsenspekulation angewendet wurde, einen Erfolg gehabt: „It stopped speculation by stopping prosperity“[85]).

Aus den Folgen der direkten Beeinflussung der Kapitalmarktwerte durch die offene Marktpolitik wurde versucht, einen Gegensatz zu den erstrebten Wirkungen abzuleiten[86]). Es wurde argumentiert, daß bei offenen Marktkäufen sich zwar die Reserven der Mitgliedsbanken vergrößern, jedoch vermindern sich bei den Banken die Kreditdepositen um die Rückzahlungen derjenigen Kunden, die verkauft hätten und bei schlechtem Geschäftsgange ihre drückenden Bankverpflichtungen verkleinern wollten. Würden aber im umgekehrten Falle durch offene Marktverkäufe bei steigenden Preisen die Reserven der Mitgliedsbanken vermindert, so würde der direkte

85) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 77.
86) Tismer, a. a. O., p. 14, 15.

Druck auf die individuellen Börsenkurse als Anreiz zur vermehrten Kreditnachfrage derjenigen Banken führen, die diese Wertpapiere vorteilhaft einkaufen wollten. In beiden Fällen wird aber nicht nur eine den empirischen Beobachtungen im allgemeinen widersprechende psychologische Reaktion vorausgesetzt, sondern es werden auch die durch die Reservenveränderung herbeigeführte Multiplizierung bzw. Dividierung des Kreditangebotes der Mitgliedsbanken und die Elastizität der Kreditnachfrage je nach der Zinshöhe vollkommen außer acht gelassen.

Der Einfluß der offenen Marktpolitik in der gewollten Richtung ist also kaum zu bestreiten. Die inhärierende Instabilität des Kredites, d. h. die Tendenz des Kredites, bei Veränderung seiner Menge die Basis zu einer weiteren vielfachen Veränderung in der jeweiligen Richtung in sich selbst zu tragen, wird von der Zentralnotenbank mittels der offenen Marktpolitik zur Unterstützung ihrer eigenen Ziele verwendet[87]).

b) Kapitalmarktbeeinflussung ohne Geldmengenveränderung.

Wir haben bisher bei der offenen Marktpolitik, die auf eine Senkung der Kapitalmarktzinsen abzielt, kurz vorausgesetzt, daß auch gleichzeitig eine Veränderung der Geldmenge Hand in Hand geht. Es besteht aber auch die Möglichkeit, daß ein Anreiz zur Umschichtung von Geldmarktmitteln auf den Kapitalmarkt ohne Veränderung der gesamten Geldmenge erzeugt werden kann. Einerseits ist die Zentralnotenbank in der Lage, lediglich die Zusammensetzung ihrer offenen Marktbestände und ihrer Diskontbestände zu verändern, indem sie letztere durch langfristige Wertpapiere ersetzt, — eine Erscheinung, die teils gewollt, teils ungewollt in der Zentralnotenbankpraxis der Vereinigten Staaten des öfteren eingetreten ist. Andererseits genügt es vielleicht, daß die Zentralnotenbank kurzfristige Wertpapiere, wie Schatzscheine, veräußert und gleichzeitig langfristige Regierungsanleihen ankauft[88]).

Wenn auch diese Wirkung nicht an diejenige heranreicht, die bei einer Veränderung der Geldmenge erzeugt wird, so kann trotzdem eine Umstellung in den Aktiven der Zentralnotenbank ein geeignetes Mittel sein, die Kluft zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt zu verkleinern, besonders dann, wenn der Unterschied zwischen beiden sehr groß ist, und die Zentralnotenbank entweder den Geldmarkt nicht noch mehr verflüssigen will oder von einer Geldvermehrung mit Rücksicht auf ihren eigenen Status absehen muß.

---

87) Siehe Hawtrey, Art of Central Banking, p. 168; Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 254.

88) Siehe Vorschlag im MacMillan Report, a. a. O., p. 152, § 356, 3. II.

c) Die Erkenntnis über den Einschlag auf den Kapitalmarkt.

Der direkte Einschlag der offenen Marktpolitik auf dem Kapitalmarkt ist in der angelsächsischen Literatur und Zentralnotenbankpolitik wenig beachtet worden. Vor dem Kriege schien die Bank von England fast ausschließlich aus Erwerbsgründen offene Marktkäufe vorzunehmen[89]), also nicht um den Geld- oder Kapitalwert beeinflussen zu wollen. Es waren vielmehr die Verkäufe, welche den Geldmarkt verknappen sollten. Daher nennt auch Hartley Withers die offenen Marktoperationen „an expensive and clumsy method", die sich vollständig erübrigen würden, falls die Joint Stock Banks übereinkämen, Geld zu nicht weniger als 1% unter Banksatz auszuleihen[90]). Hawtrey geht sogar soweit, zu behaupten, daß „proposals for modifying the supply of currency directly by burning paper money or setting the printing presses to work do not differ in their practical effects from the sale and purchase of securities"[91]). Sowohl Withers als auch Hawtrey verkennen also vollständig den Einfluß der offenen Marktpolitik auf den Kapitalmarkt.

Demgegenüber finden sich schon bei Gilbart Andeutungen, daß die offenen Marktoperationen in Exchequer Bills den Geldmarkt, dagegen in Consols den Kapitalmarkt berühren[92]). Auch Keynes, der ja den ganzen Wirtschaftsablauf aus der Veränderung von „Savings" und „Investment"[93]) ableitet, würdigt unzweideutig diesen direkten Einschlag auf den Kapitalmarkt[94]). In Amerika ist es Dolley, der in der offenen Marktpolitik das Mittel sieht, eine Erholung der Börsenkurse erstklassiger Obligationen im Interesse der gesamten Wirtschaft einzuleiten[95]). Schließlich ist Hahn zu erwähnen, der Interventionen am offenen Markt vorschlägt, durch die mit Mitteln der Notenbanken auf dem Kapitalmarkte Werte angekauft werden sollen, um bei einer Diskontsenkung einen parallelen Abbau am Kapitalmarkte zu erreichen[96]).

d) Die Gefahr der Schleusenöffnung.

Die Verwendung von kurzfristigen Mitteln der Mitgliedsbanken auf dem Kapitalmarkt, die auch ohne offene Marktpolitik möglich ist, aber sicherlich durch diese eine besondere Unterstützung findet,

89) Benjamin, M. Anderson, The „Free Gold" of the Federal Reserve System and the Cheap Money Policy, Chase Economic Bulletin, Vol. X, Nr. 3, 1930, p. 8.
90) Withers, a. a. O., p. 240.
91) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 153.
92) Gilbart, The Logic of Banking, a. a. O., p. 195.
93) Keynes, Treatise on Money, I, a. a. O., p. 126 ff.
94) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 252.
95) Dolley, a. a. O., p. 515.
96) Zit. Schmitt, a. a. O., p. 120.

kann gefährlich sein. Kaufen die Mitgliedsbanken wegen der Renditelosigkeit auf dem Geldmarkte langfristige Anlagen, so kann zwar ihre Rentabilität steigen, jedoch nur auf Kosten der Liquidität. Versuchen sie später die Wertpapierbestände wieder abzustoßen, dann kann die Entwicklung der Börsenkurse für sie eine Verlustgefahr bedeuten. Hat sich obendrein in der Zwischenzeit die Zentralnotenbankpolitik gedreht, und werden offene Marktverkäufe vorgenommen, dann wird die Liquiditätshemmung derjenigen Mitgliedsbanken, die ihre langfristigen Anlagen nicht veräußert haben, noch größer, und die langfristig angelegten kurzfristigen Gelder sind eingefroren. Der Erfolg ist eine stärkere Konjunkturdämpfung, als ohne diese Umschichtung eingetreten wäre, und es ist zweifelhaft, ob diese Auswirkungen im Sinne einer auf Stabilisierung der Konjunkturschwankungen gerichteten Zentralnotenbankpolitik liegen[97]). Daher ist für jede einzelne Bank große Vorsicht am Platze.

e) Verfälschung des Zinses?

Es erhebt sich nun die Frage, ob volkswirtschaftlich gesehen durch den Zufluß von Geldmarktmitteln der Kapitalmarktzinssatz — wie verschiedentlich behauptet[98]) —, verfälscht wird und dadurch Investitionen gemacht werden, die über den Umfang der ersparten Kaufkraft hinausgehen. Diese Frage ist grundsätzlich zu verneinen. Wir schließen uns hier der Ansicht von Schmitt[99]) an, daß stets ein sog. Gleichgewichtszins besteht, der dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage entspricht. Die Folge eines durch zusätzliche Geldmarktmittel erniedrigten Zinses ist zwar eine über das wirklich gesparte Kapitalangebot hinausgehende Investition, aber durch die infolge der Vermehrung der Kaufkraft einsetzende Preissteigerung findet das sog. Zwangssparen statt, das eine wirkliche Vermehrung des Kapitalangebotes bedeutet, und das retroaktiv die Höhe des als verfälscht bezeichneten Zinssatzes bestätigt. Zwangssparen hat also vermehrtes Kapitalangebot zur Folge. Wie sich das Angebot auf richtiges Sparen und Zwangssparen verteilt, ist nebensächlich[100]). Da eine nähere Untersuchung dieser Materie über den Rahmen dieser Arbeit hinausgeht, nehmen wir davon Abstand und beschäftigen uns jetzt mit dem Problem der Wertpapierbestände.

---

97) Aehnlich Hayek, a. a. O., p. 293.
98) Z. B. von Gustav Cassel, Währungsstabilisierung als Weltproblem, Leipzig, 1928, p. 20, 21; ebenso von Schacht, Kieler Rede, zit. Frankf. Ztg., 27. 1. 1934.
99) Schmitt, a. a. O., p. 11, 12.
100) Aehnlich Schmitt, a. a. O., p. 14.

7. Das Problem der Wertpapierbestände.

a) Auswahl der Papiere.

Die offene Marktpolitik setzt zwei Türen voraus, eine durch die man hereingehen, und eine durch die man wieder hinausgehen kann[101]). Es ist daher unumgänglich notwendig, daß nur solche Wertpapiere gekauft werden, die erstens von einem erstklassigen Schuldner ausgestellt sind und daher eine einwandfreie Sicherheit hinsichtlich der Zinsenzahlungen und im gegebenen Falle auch der Kapitalrückzahlung darstellen, und die zweitens einen leistungsfähigen Markt besitzen, dem man jederzeit ohne allzu starke Kursschwankungen Wertpapiere entnehmen bzw. überlassen kann. In den angelsächsischen Ländern hat man sich bei den offenen Marktoperationen hauptsächlich auf das Staatspapier beschränkt, das dort bedeutend mehr als in Deutschland großes Vertrauen genießt und einen weiten Markt besitzt. Unter den verschiedenen Wertpapieren, welche für einen Ankauf in Frage kommen, bestehen aber gerade über das Staatspapier stark entgegengesetzte Ansichten. Einerseits werden die Staatspapiere als sehr sicher und leicht veräußerlich betrachtet, andererseits heißt es, die Anschaffung von Staatspapieren durch eine Zentralnotenbank sei sehr inflationsgefährlich. Daher ist auch nach einigen Zentralnotenbankstatuten der Ankauf dieser Papiere beschränkt oder verboten. Wenn auch eine auf Stabilisierung des Preisniveaus gerichtete Zentralnotenbankpolitik eine gewisse Gewähr gegen Uebertreibungen bietet, kann doch die Verquickung der offenen Marktpolitik mit dem Staat und dem Staatskredit sehr unerfreulich sein. Wir denken z. B. an die Möglichkeit, daß eine Zentralnotenbank Verkäufe von Staatspapieren vornehmen will, während das Schatzamt wegen einer Neuemission einen Kursdruck unter allen Umständen zu verhindern sucht. Umgekehrt, ist eine Finanzieung des staatlichen Defizits, wie sie in den Vereinigten Staaten geschieht, überhaupt noch offene Marktpolitik[102])?

Trotz allen den Staatspapieren anhaftenden Mängeln sind sie das geeignetste Mittel der offenen Marktpolitik. Die direkte Befriedigung von staatlichen Kreditbedürfnissen mittels der Zentralnotenbank kann zur gegebenen Zeit ganz im Rahmen der Zielsetzung der offenen Marktpolitik liegen. Notwendig ist nur eine unabhängige Zentralnotenbankleitung, die eben nicht immer an die Finanzpolitik des Staates gefesselt ist.

---

101) H. Schacht auf der G.V. der Reichsbank, zit. Frankf. Ztg., 10. 3. 1934.
102) In der Presse ist dieses Verfahren als Politik des geheimen Privatbüros bezeichnet worden.

b) Kursverluste?

Zu Gunsten der Staatspapiere als Objekt der offenen Marktpolitik spricht besonders die Leistungsfähigkeit ihres Marktes. Gegenüber anderen festverzinslichen Werten — Dividendenpapiere scheiden natürlich ganz von der Betrachtung aus — sind die Börsenkurse der Staatspapiere doch ziemlich stabil. Könnte man diese Aussage von allen Wertpapieren machen, so würde eine direkte Kapitalleitung an ausbaufähige Industriezweige durch die offene Marktpolitik möglich sein. Aber da die Zentralnotenbank in der Lage sein muß, den Geldumlauf rasch verringern zu können, so darf sie nicht durch Aufnahmen von nur unter Verlusten veräußerlichen Werten ihre Aktionsfähigkeit einengen. Der Umfang jeder offenen Marktpolitik ist eben mitbedingt durch die Stärke des offenen Marktes selbst.

Während bei kurzfristigen Staatspapieren fast keine Kursverlustgefahr besteht, so ist bei den langfristigen die Verlustgefahr zwar geschwächt, aber noch keineswegs beseitigt, besonders da die Kursentwicklung aller festverzinslichen Werte in dieser Beziehung sogar das Risiko der offenen Marktpolitik erhöht. Offene Marktkäufe werden zur Zeit einer Depression vorgenommen, wann bekanntlich gerade die festverzinslichen Werte im Kurs am höchsten stehen, Verkäufe zur Eindämmung des Aufschwunges, diesmal zu relativ sehr niedrigen Kursen. Daher ist es auch verständlich, daß selbst aus den Vereinigten Staaten berichtet wird, die Federal Reserve Banks wären häufig bei der Ausübung der offenen Marktpolitik durch ihr Abgeneigtsein, Verluste hinzunehmen, gehemmt worden[103]). Es mag aber stark bezweifelt werden, ob solche privatwirtschaftliche Gesichtspunkte ausschlaggebend sein sollen. Die Reserven der Zentralnotenbanken werden durch Diskontverluste so wenig angetastet, daß Verluste aus Wertpapiergeschäften mehr oder weniger leicht abzuschreiben sind. Jedoch ist ein anderer Gesichtspunkt auch nicht zu vergessen. Die offene Marktpolitik erstrebt letzten Endes eine Annäherung der Konjunkturgegensätze, d. h. also einen Konjunkturausgleich, wodurch die Spanne zwischen dem höchsten und dem tiefsten Kurs der Wertpapiere verkleinert werden wird. Die im Vorkriegsengland angewandte Methode, Verluste bei Operationen am offenen Markt durch sofortigen Abschluß entsprechender Gegengeschäfte auf Termin zu vermeiden, ist natürlich wegen der Kurzfristigkeit des Einflusses auf Geld- und Kapitalmarkt für eine wirkliche Konjunkturpolitik ganz ungeeignet.

---

103) Harris, a. a. O., p. 150.

c) Probleme um die „Munition".

Beschränkungen im Ausmaß der offenen Marktpolitik ergeben sich aus der jeweiligen Höhe der offenen Marktbestände. Hierin liegt die Grenze aller Operationen. Die Fähigkeit der Zentralnotenbank, immerfort Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, ist zu jeder Zeit von der Höhe der „Munition" abhängig[104]). Ein Mangel wird eher stören, wenn eine Konjunkturdrosselung stattfindet, da ja der bei der Zentralnotenbank unterhaltene Bestand notwendigerweise nur bis zu seiner vollständigen Liquidierung verwendet werden kann. Aber auch bei einer Konjunkturankurbelung können Grenzen im Ankauf von Wertpapieren bestehen. Werden die offenen Marktoperationen wie gewöhnlich nur mit Staatspapieren ausgeführt, so kann die Zentralnotenbank nicht mehr kaufen, als das flüssige Angebot am offenen Markt beträgt, wobei sehr leicht ein ganz künstlicher Markt zustande kommen kann. Aus der Erkenntnis heraus, daß in der Höhe der Wertpapierbestände die Möglichkeit einer Aktionsunfähigkeit der Zentralnotenbank liegt, wurde im sog. Goldsborough Bill 1932 der Antrag gemacht, die Federal Reserve Banks zu ermächtigen, „debentures" zu verkaufen[105]), im Falle daß die „Munition" beim Versuch, eine Preissteigerung zu bekämpfen, erschöpft sei[106]). Keynes und das von ihm stark beeinflußte MacMillan Committee schlagen in diesem Falle, aber auch im Falle einer starken Deflation vor, daß die Reservehaltungsvorschriften geändert werden sollen, um die Mitgliedsbanken zu zwingen, ohne Veränderung in der absoluten Höhe der Reserven ihre eigenen Depositen und dadurch auch ihre Kreditgewährung je nach der Zielsetzung einzuschränken oder zu erweitern[107]). Diese letztere Methode würde aber leicht die Gefahr eines Mißbrauches in sich bergen und wäre schließlich nur als ultima ratio in Erwägung zu ziehen.

8. Zeitpunkt der Anwendung der offenen Marktpolitik.

Wir wollen hier auf die Frage eingehen, wann die offene Marktpolitik angewendet werden soll. Die Gesichtspunkte, die bei der Beurteilung des Zeitpunktes in Betracht kommen, sind viele. Ziel aller konjunkturpolitischen Maßnahmen ist die Herbeiführung der

104) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 372.

105) Hierher gehören auch die Vorschläge der Ausgabe von Schatzscheinen und der Akzeptanbietung durch die Zentralnotenbank. Siehe p. 30.

106) Hearings: Stabilization (72 : 1) 1932, p. 557, zit. Harris, a. a. O., p. 684.

107) Keynes, Treatise on Money, II, a. a. O., p. 260, 372. MacMillan Report, a. a. O., p. 159.

Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung, wobei erforderlich sein kann, entweder einen Aufschwung abzubremsen oder die Wirtschaft aus einer Depression herauszuziehen. Es ist leichter eine Modifikation einer bestimmten Tendenz als eine volle Umkehr zu erreichen. Daher ist es für eine Zentralnotenbank zweckmäßig, mit konjunkturpolitischen Maßnahmen schon dann anzufangen, wenn die zu bekämpfende Entwicklung noch keinen großen Umfang angenommen hat. Wie kann man aber den Stand der Entwicklung genau messen? Was sind die Richtlinien, die für das Einsetzen bestimmter Maßnahmen verantwortlich sind? Diese Fragen hat man besonders in den Vereinigten Staaten beantwortet, wo im Gegensatz zu anderen Ländern die angeblichen Grundsätze der Zentralnotenbankpolitik bekanntgegeben werden. Burgess[108]) berichtet über die Informationen, die man sammelt, bevor Entscheidungen über die auszuführende Politik fallen. Die wichtigsten darunter sind: Stand der Federal Reserve Banks, der Member Banks, Geldsätze, Goldbewegungen, Maklerdarlehen, Wechselkurse, ausländische Banksätze, Warenlager, Warenverkäufe. Aufgestellt werden Indices über Preise, Produktion, Löhne, Beschäftigung, Neubauten, Transporte, Handelsumsätze, Bankdebitoren, Konkurse usw. Da fast alle diese Erscheinungen auf die Preise reagieren, bzw. von der Höhe der Preise abhängig sind, verdient die Beachtung des Preisniveaus das äußerste Interesse. Der Einfachheit halber beschränkt man sich auf Errechnung von sog. Großhandelspreisen, die mehr oder weniger repräsentativ für die Entwicklung aller Preise sind und die auch am schnellsten auf bankpolitische Maßnahmen reagieren[109]).

Ist es schon wegen der Vielheit der Preise nicht so einfach, festzustellen, in welcher Richtung sich die Wirtschaft bewegt, so ist die Frage, wann und welche Maßnahmen zu ergreifen sind, noch schwieriger. Einmal kann man rein mechanisch vorgehen, indem man bei einer Preisveränderung sofort eine entsprechende Veränderung der offenen Marktbestände und des Diskontsatzes vornimmt[110]). Ein solches Prinzip versuchte man verschiedentlich in den Federal Reserve Act aufzunehmen[111]), allerdings ohne Erfolg. Der Federal Reserve Board selbst wies eine solche Aufgabe von sich und behauptete, im Hinblick auf eine Preisstabilisierung könne kaum mehr getan werden, als nicht schon getan worden wäre. Die Uebernahme der Verantwortung des Federal Reserve Systems für das Preisniveau würde nur falsche Hoffnungen erwecken und zu gro-

108) Burgess, a. a. O., p. 176.
109) John R. Commons, Price Stabilization and the Federal Reserve System, The Annalist, New York, 1. 4. 1927, p. 462.
110) Siehe „Snyder Plan" zit. Lawrence, a. a. O., p. 158.
111) Siehe Strong Bill 1926, H. R. 7895, zit. Lawrence, a. a. O., p. 113. Goldborough Bill, 1932, H. R. 11499, zit. Harris, a. a. O., p. 683.

ßen politischen Unerfreulichkeiten führen. Lehnt man also rein mechanische Maßnahmen ab, dann muß über die Anwendung der offenen Marktpolitik von Fall zu Fall entschieden werden. Die Größe der Operation ist ebenfalls von der wirtschaftlichen Lage abhängig, da die Reaktion auf die Zentralnotenbankmaßnahmen nicht immer die gleiche ist. Aus diesem Grunde spricht auch Hawtrey nur von der Art of Central Banking. Der Zeitpunkt und die Höhe der offenen Marktoperationen sind letzten Endes eine Frage des Ermessens. Entscheidend sind „men, not measures".

VI. Das Problem der Notendeckung.

1. Einleitung.

In diesem Abschnitte soll das Problem der Notendeckung behandelt werden, und zwar mit besonderer Berücksichtigung der Wechsel- und der Effektendeckung. Mit der offenen Marktpolitik hat dieses Problem keinen zwangsläufigen Zusammenhang, da die offene Marktpolitik bei jedem Notendeckungssystem möglich sein kann und in der Zentralnotenbankpraxis auch tatsächlich unter verschiedenen Systemen angewendet wird. England betreibt eine offene Marktpolitik mit einer sekundären Notendeckung in Form von Government Securities, die Vereinigten Staaten, wenigstens von 1914 bis zum Glass Steagall Act von 1932, mit einer solchen in Form von Wechseln. Eine bestimmte Notendeckungsart bei einer Zentralnotenbank ist also nicht notwendigerweise ein Anzeichen dafür, daß eine offene Marktpolitik betrieben wird, noch Voraussetzung für die Operationen am offenen Markt selbst. Allerdings ist die Effektendeckung die günstigste Basis einer offenen Marktpolitik, und sie kann auch eine bedeutende Vergrößerung des Ausmaßes der Zentralnotenbankoperationen am offenen Markte ermöglichen. Wir beschränken uns vorläufig auf diese Feststellung, und werden erst im nächsten Abschnitte die Verbindung zwischen der offenen Marktolitik und der Effektendeckung näher untersuchen.

Den verschiedenen Notendeckungssystemen der heutigen Zentralnotenbanken liegen ganz bestimmte theoretische Anschauungen zu Grunde. Trotzdem die einzelnen Zentralnotenbankverfassung infolge ihres parlamentarischen Ursprunges zu einem großen Teile kompromißartige Bestimmungen enthalten, kann man in den meisten Fällen ein Ueberwiegen von Anschauungen feststellen, die entweder auf die Currency Theorie oder auf die Banking Theorie zu-

rückgehen. Deshalb wollen wir uns zuallererst mit den Notendeckungsprinzipien dieser beiden Theorien beschäftigen.

Der Ausgangspunkt jedes Systems einer Notendeckung ist die theoretische Erkenntnis, die schon oft in der Geschichte ihre Bestätigung gefunden hat, daß eine willkürliche Vermehrung der Geldmenge eine preissteigernde Wirkung ausübt. Solange ein von der Natur quantitativ beschränktes Metall als Zahlungsmittel gebraucht wurde, konnte sich die Geldmenge auch nur im Rahmen der Vergrößerung der Metallbestände vermehren. Ein neues Problem trat aber dann auf, als durch die Verwendung von Banknoten Zahlungen geleistet werden konnten und damit die Knappheit der Metalle beseitigt wurde. Wir haben uns bereits bei der Untersuchung des Einflusses der Banken auf das Preisniveau mit den geldtheoretischen Ansichten der sich widersprechenden Currency und Banking Theorien auseinandergesetzt und haben uns auch bemüht, deren Behauptungen mehr oder weniger in Einklang zu bringen. Allerdings ergeben gerade die besonderen Betonungen der Gefahren für das Preisniveau, entweder durch übermäßige Banknotenemission schlechthin (Currency Theorie) oder durch Verwendung kurzfristiger Bankkredite in Form von Banknoten zu langfristigen Investitionen oder gar zu spekulativen Zwecken (Banking Theorie), grundsätzlich verschiedene Notendeckungspostulate. Beide verlangen gesetzliche Bestimmungen über die Notendeckung, aber in ganz heterogenen Formen.

2. Die Notendeckungserfordernisse nach der Currency Theorie.

Die Currency Theorie, die bekanntlich die Preisschwankungen primär auf eine Veränderung der Geldmenge zurückführt, vertritt bezüglich der Banknoendeckung folgenden Gedankengang: In einem rein metallischen Geldwesen sind Ueberspekulationen und Krisen unmöglich, da Preissteigerungen und Umsätze im Vorrat des Währungsgeldes ihre absolute Grenze finden[1]). Die Münze ist das einzige natürliche Zirkulationsmittel, und deshalb muß die Zirkulation eines Landes, wenn Banknoten emittiert werden, so geordnet sein, daß letztere nur als Repräsentanten der Münze auftreten[2]). Die Banknoten sind im wesentlichen als Geld zu betrachten, gegenüber irgendwelchen anderen Kreditmitteln, die sich stark in ihrer Funktion von den Banknoten unterscheiden. Wenn man nun Banknoten gestatte, müssen diese ein solches Supplement der zirkulierenden Münzen sein, daß in der gemischten Münz- und Notenzirkulation ganz dieselben Bewegungen eintreten, welche die Zirkulationsver-

1) Spiethoff, a. a. O., p. 62.
2) Scharling, a. a. O., p. 114.

verhältnisse der Münzen gegeben hätten, wenn sie das einzige Zirkulationsmittel gewesen wären[3]). Die Banknoten sollen also bei Goldzugang zunehmen, bei Goldabgang entsprechend abnehmen. Da nie alle Banknoten gleichzeitig in Gold eingelöst werden würden, bräuchten sie nicht direkt Goldzertifikate zu sein, sondern dürften noch in Höhe eines festen Deckungsblockes (Kontingents) über den wirklichen Goldbestand hinaus emittiert werden.

Die Prinzipien der Currency Theorie wurden in der Hauptsache im englischen Bankakt von 1844 realisiert. Dieses Gesetz verschaffte der Bank von England praktisch das Notenmonopol, und gestattete ihr neben der unbeschränkten Ausgabe von zu 100 % in Gold gedeckten Banknoten die Ausgabe von nur durch Government Securities gedeckten Noten in Höhe von maximum damals £ 14 000 000. Alle Banknoten zusammengerechnet waren also zum überwiegenden Teil durch Gold, zum übrigen Teil durch Effekten gedeckt. Trotz Trennung der Bank in zwei Abteilungen, in Issue- und Banking-Department, wurde aber keineswegs erreicht, daß die zirkulierende Geldmenge mit den Goldbewegungen schwankte. Ein Teil der emittierten Banknoten befand sich als Kassenreserve bei dem Banking Department, wodurch entweder eine Goldveränderung lediglich zu Lasten oder zu Gunsten dieser Reserve sich auswirken konnte oder umgekehrt diese Barreserve eine Veränderung der Notenzirkulation ohne entsprechende Veränderung der Goldbestände möglich machte. Würde sich auch tatsächlich der englische Notenumlauf den Goldbewegungen voll angepaßt haben, so mögen zwar die Krisen verhindert worden sein, aber auch gleichzeitig die gesamten Vorteile einer Kreditwirtschaft[4]). Für unsere Betrachtung ist freilich allein wesentlich, daß die in ihrer Höhe beschränkte sekundäre Notendeckung, deren Charakter zwar der Currency Theorie an und für sich ziemlich gleichgültig war, aus Effekten bestand.

3. Die Notendeckungserfordernisse nach der Banking Theorie.

Die Banking Theorie kennzeichnet sich durch ihre Forderung nach bankmäßiger Deckung der Banknoten. Sie unterscheidet einerseits zwischen Gold und Papiergeld, deren Vermehrung und Verminderung die Preise beeinflussen kann, und andererseits allen anderen Kreditmitteln, die lediglich auf Grund von bereits stattgefundenen Warentransaktionen ins Leben gerufen werden. Hierbei nimmt allerdings die Banknote eine gewisse Sonderstellung ein, da sie dank der bekannten Kreditfähigkeit der Aussteller und ihrer abgerundeten Stückelung eine erhöhte Verkehrsfähigkeit besitzt. Die Bedeu-

3) Scharling, a. a. O., p. 114.
4) Spiethoff, a. a. O., p. 62.

tung der Banknote ergibt sich aus ihrer großen Anpassungsfähigkeit an den volkswirtschaftlichen Geldbedarf, d. h. also aus ihrer Elastizität. Das Zahlungswesen muß mit dem Bedarf an Zahlungsmitteln in unmittelbaren, ursächlichen Zusammenhang gebracht werden. Bei einer wirtschaftlichen Belebung muß die Banknotenmenge zunehmen und bei abnehmenden Handelsumsätzen sich vermindern. Eine solche Korrelation wird durch die Ausgabe von Banknoten auf dem Wege des Wechseldiskonts erreicht. Der kurzfristige Handelswechsel, der eine Ziehung des Fabrikanten oder des Großhändlers auf einen Händler darstellt, setzt eine Warenproduktion und eine zum Abschluße gebrachte Verkaufstransaktion voraus. Durch Diskontierung des Wechsels und gleichzeitiger Bantnotenausgabe wird die Finanzierung des ganzen Vorganges erleichtert, da der Verkäufer sofort in den Besitz des Verkaufspreises (zwar abzüglich Diskonts) kommt und der Käufer gleich die Ware erhält, aber den Wechsel erst nach, sagen wir, drei Monaten, d. h. also nach einer Zeitspanne, in der der Wiederverkauf der Ware möglich sein soll, einlösen muß. Wenn die Notenbank den Wechsel bei Verfall präsentiert, werden ihr Noten zurückgegeben, und dementsprechend wird der Notenumlauf reduziert; durch dieses sog. Rückströmungsprinzip wird gerade die automatische Anpassung der Banknotenmenge an die Warentransaktionen gewährleistet. Schumacher sagt: „Wenn das Geld richtig definiert wird als Anweisung auf Gegenleistung für Vorleistung, dann entspricht die Banknote, auf Grund des Warenwechsels ausgegeben, diesem Begriff in vollkommener Weise“[5]). In den Verkehr können demnach nicht mehr Banknoten gelangen, als die Abwicklung der Umsätze erfordert. Für den Markt ist die Banknotenausgabe ein neutraler Vorgang, da nichts anderes geschieht, als daß ein technisch für die Zirkulation weniger geeignetes Instrument durch ein geeigneteres ersetzt wird[6]). Je genauer demnach die Anpassung der Banknotenmenge an die Handelsumsätze, desto weniger kann das Geld selbst eine die Preise beeinflussende Wertveränderung erleiden, und umsomehr wird die Preisbildung allein durch die Gestaltung von Angebot und Nachfrage auf dem Warenmarkte bestimmt. Da die auf Warenwechsel ausgegebenen Banknoten eine Geldart seien, die keinen Einfluß auf die Preise ausübe, prägte Bendixen den Ausdruck: Klassisches Geld. Als Notendeckung für die Banknoten kommen nur kurzfristige Warenwechsel in Frage. Wesentlich ist also erstens die Kurzfristigkeit, da der Wechsel den Aufenthalt der Ware in der Marktsphäre wegen der sonst bestehenden Gefahr einer Preissteigerung

5) Hermann und eine zum Abschluß gebrachte Verkaufstransaktion, Schumacher, Weltwirtschaftliche Studien: Die deutsche Geldverfassung und ihre Reform, Leipzig, 1911, p. 112.

6) Zit. bei Ludwig Mises, Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, Jena, 1928, p. 43, 44.

nicht überleben darf, und die Notenbank stets in der Lage sein muß, ihre Emissionen schnell reduzieren zu können. Desto kürzer der Verfall der Deckung, desto schneller auch der Rückfluß der Banknoten. Dieses letzte Moment wird auch für die Wirksamkeit der Diskontpolitik des öfteren anführt. Hinzu kommt zweitens die Beschränkung ausschließlich auf Warenwechsel. Nur diese gewährleisten eine Anpassung der Banknoten an den Bedarf. Dagegen sind Finanzwechsel stets abzulehnen, da die Vorleistung fehlt, und durch die Ausstellung des Wechsels eine neue Forderung erst geschaffen wird.

Daneben wird zur Sicherstellung der jederzeitigen Bareinlösbarkeit der Banknoten, die zwar niemals alle zur selben Zeit präsentiert werden, eine bestimmte Golddeckung gefordert, für deren richtige Höhe bei den Zentralnotenbanken verschiedentlich die ⅓ bezw. die ²/₅ Golddeckung angenommen wurde.

4. Notendeckungssysteme.

Gemäß den Postulaten der Currency Theorie und der Banking Theorie wurden im Laufe der Zeit verschiedene Notendeckungssysteme gebildet, die entweder die eine oder die andere Theorie in sich verkörperten, oder sogar eine Verbindung beider anstrebten. Folgende sind zu erwähnen:

a) Kontingentierung der Banknoten nach der Currency Theorie.

Neben dem schon geschilderten Peel'schen Bank-Akt von 1844 mit der sog. fixed fiduciary issue, gehört hierher das National Banking System der Vereinigten Staaten von 1863, das die Ausgabe von Banknoten auf eine genau stipulierte Anzahl von Government Securties festlegte.

b) Beschränkung der Ausgabe von Banknoten auf kurzfristige Warenwechsel. Dieses Prinzip wurde dem Federal Reserve-System von 1914 zugrundegelegt[7]).

c) Beschränkung der Ausgabe von Banknoten auf kurzfristige Warenwechsel, aber gleichzeitige Festlegung eines Notenausgabemaximums. So versuchte das deutsche Bankgesetz von 1875 nicht nur den Geschäftskreis der Reichsbank einzuschränken, sondern auch deren Notenausgabe gewissermaßen zu kontingentieren, indem die Banknoten, welche über die die ⅓ Deckung bildenden Barreserven plus einem saisonal varierenden Kontingent hinausgingen, versteuert werden mußten.

Wir begnügen uns mit dieser kurzen Unterscheidung und wenden uns jetzt der Kritik beider Theorien zu.

---

7) Allerdings nicht im strengen Sinne der Banking Theorie, da sowohl Wechsel, durch Government Securities gesichert, als auch Bankers' Bills in diese Notendeckung einbezogen werden konnten.

5. Kritik beider Theorien.

Wir wollen nunmehr die beiden Fragen erörtern, ob erstens die Behauptungen der Currency Theorie und der Banking Theorie hinsichtlich der Notendeckung stichhaltig sind, und zweitens, ob von den beiden Formen der sekundären Notendeckung, der Effektendeckung und der Wechseldeckung, der einen oder der anderen ein Vorzug zu geben ist.

Die Behauptung der Currency Theorie, daß die Ausgabe von Banknoten die Preise beeinflußt, wird von wissenschaftlicher Seite kaum mehr bestritten. Nur war die Ansicht der Currency Theorie zu eng gefaßt, da auch alle auf dem Kreditwege geschaffenen Depositen, sei es bei der Zentralnotenbank oder bei den einzelnen anderen Banken, die Geldmenge verändern und hierdurch einen Einfluß auf das Preisniveau auszuüben vermögen. Konsequenterweise hätten daher auch alle als Giralgeld verwendeten Depositen voll in Gold gedeckt oder zum mindesten kontingiert werden sollen. Im ersten Falle jedoch wäre eine zusätzliche Kreditgewährung über den Rahmen der Goldbestände hinaus überhaupt nicht, im zweiten Falle nur im Ausmaße der Kontingente möglich gewesen. Freilich darf nicht übersehen werden, daß auch eine gewisse Kontrolle des Giralgeldes lediglich durch die Banknotendeckungsvorschriften bestehen kann. Dadurch daß erfahrungsgemäß ein bestimmtes Verhältnis zwischen Bargeldmenge und Giralgeldmenge vorhanden ist, hält die Beschränkung der Banknoten auf Golddeckung, bezw. deren Kontingentierung die Giralgeldmenge auch ohne Golddeckung oder Kontingentierung derselben in Schach. Diese Aussage hat jedoch unter dem heutigen System des dauernd wachsenden bargeldlosen Zahlungsverkehrs nur noch beschränkte Gültigkeit.

Was nun die Notendeckungsthese bei der Banking Theorie und deren Ablehnung des Einflusses der Banknoten auf das Preisniveau anbetrifft, nehmen wir Bezug auf unsere weiter oben gemachte Bemerkung, daß durch die Ausgabe von Banknoten die materielle Knappheit des Kapitals aufgehoben wird, und durch eine Manipulierung des Zinsfusses die Nachfrage nach Krediten (Banknoten) auf dem Wege des Wechseldiskonts von den Banken aus variiert werden kann[8]). Gleichzeitig muß auch betont werden, daß die Beschränkung der Banknotenausgabe auf Handelswechsel schon deswegen keine Sicherheit gegen Preissteigerung gewährt, da eine Preissteigerung, aus irgendwelchen Gründen veranlaßt, sich gleich die erhöhten Wechselbeträge zur erhöhten Banknotenausgabe selbst

8) Siehe p. 20, Abschnitt 5.

schafft[9]). Ferner ist die Einstellung der ursprünglichen Banking Theorie gegenüber der Entwicklung der Wirtschaft vollständig ungenügend, da sie — auf dem Boden der Konstatierungslehre stehend — eine aktive Zentralnotenbankpolitik einfach ablehnt. Eine allgemeine überstarke Kapazitätsausnützung im Sinne einer Produktion unter stark progressiven Kosten usw. wird genau so finanziert, wie eine Produktion in der Depression, ohne zu berücksichtigen, daß „legitimate expansion is just as inflationary as illegitimate"[10]).

Wenn wir nun die bankingtheoretische Ansicht, daß jeder richtige Warenwechsel getrost zur Notendeckung verwendet werden kann, ablehnen, und wenn wir weiter die Lehre der Currency Theorie anerkennen, daß jede Banknotenausgabe preissteigernd wirken kann, und daß in der Wechseldeckung als solche keine Garantie für die Verhinderungen von Preisschwankungen, die von der Geldseite ausgehen, gegeben ist, so haben wir immer noch keine Aussage über die relativen Vorzüge und Nachteile dieser sekundären Notendeckungsmittel gemacht. Darauf werden wir jetzt eingehen.

6. Wechseldeckung oder Effektendeckung?

Bei der Betrachtung der Wechseldeckung und der Effektendekkung als Mittel der sekundären Notendeckung einer Zentralnotenbank wollen wir uns jetzt nicht weiter an die ursprünglichen Ansichten der Currency oder der Banking Theorie oder deren späteren orthodoxen Vertreter anlehnen, die entweder die Machtstellung der Zentralnotenbank hinsichtlich der Beeinflussung des Zinsflusses verkannten oder eine Konjunkturpolitik nur in dem passiven Sinne der Krisenverhütung erblickten, sondern wir müssen vielmehr von der heutigen Erkenntnis ausgehen, daß die Zentralnotenbank eine geradezu beherrschende Stellung im Banksystem einnehmen kann. Wir setzen also eine Zentralnotenbank voraus, die sich nicht als mit der Strömung treibend betrachtet, sondern die ihre Verantwortlichkeit für den Geldmarkt und die Möglichkeit einer Konjunkturpoltik, von internationalen Komplikationen ganz abgesehen, voll anerkennt. Hier muß die Banknotenmenge sich nicht nur der wirtschaftlichen Situation anpassen, sondern auch gleichzeitig ein Objekt leichter quantitativer Beeinflußbarkeit sein. Wie ist in diesem Sinne die Wechseldeckung zu beurteilen?

a) Die Wechseldeckung.

Die Ausgabe von Banknoten auf Grund des Wechseldiskontgeschäftes bringt viele von der Banking Theorie bereits erkannte

9) Hawtrey, Art of Central Banking, a. a. O., p. 198, 199.
10) Keynes, Tratise on Money, a. a. O., II, p. 243.

günstige Eigenschaften mit sich. Die wechselmäßige Deckungsform gewährt in erster Linie der Geldmenge eine große Elastizität, da der Wechsel in unmittbarer und enger Beziehung zu denjenigen Wirtschaftserscheinungen steht, die eine Veränderng der Geldmenge, wenn auch nicht rechtfertigen müssen, so doch rechtfertigen können. Wir denken hierbei besonders an den durch die Natur oder die Gesellschaftsordnung bedingten saisonal schwankenden Geldbedarf, der gerade durch die wechselmäßig gedeckte Banknote leicht befriedigt werden kann. Die Banknotenmenge paßt sich den wirtschaftlichen Umsätzen an: bei steigenden Umsätzen erhöht sich die Geldmenge, bei fallenden Umsätzen fließen die Banknoten zur Zentralnotenbank zurück und werden nicht wieder ausgegeben. Da der Wechselakzeptant, der während der Laufzeit des Wechsels die Möglichkeit des Wiederverkaufes der Ware hat, den Wechsel bei Verfall einlösen muß, und dadurch die Geldmenge automatisch verringert wird, trägt eben die wechselmäßige Notendeckung die Liquidität in sich selbst[11]). Demgegenüber sind viele auch von der Currency Theorie gegen die Wechseldeckung vorgebrachte Argumente ziemlich belanglos. Daß das Wechselangebot bei der Zentralnotenbank keine gegebene Größe ist, sondern zum großen Teile von deren Diskontpolitik abhängt, gibt der Zentralnotenbank mehr oder weniger die Möglichkeit, die Banknotenmenge von sich aus zu beeinflussen. Die Widerlegung der bankingtheoretischen Ansicht, nach der die wechselgedeckte Banknotenausgabe ja preismäßig neutral sei, berührt daher das Prinzip der Wechseldeckung an sich überhaupt nicht. Auch die Tatsache, daß bei schnellem Warenumsatz auf Grund einer bestimmten Warenmenge drei bis vier Wechsel ausgestellt und zur Notendeckung verwendet werden können[12]), — ein praktisch unbedeutender Vorgang — trifft die Banking Theorie, aber nicht die Wechseldeckung, da zwar das Leben der Ware entschieden kürzer ist als das des Wechsels, jedoch die für unsere Anschauung so wichtige Liquidität der Banknote sogar erhöht wird. Aehnlich gelagert ist der umgekehrte Vorgang, bei dem, diesmal zu Ungunsten der natürlichen Liquidität, der Wechsel aus irgendwelchen anderen Mitteln zwar eingelöst wird, aber die Ware noch nicht abgesetzt ist.

Es erhebt sich nun die Frage: Warum nur Waren-Wechsel als Basis der Banknotenausgabe? Setzt man voraus, daß lediglich Warenwechsel zur Nodendeckung benutzt werden, so muß man auch annehmen, daß erstens eine Abgrenzung des Warenwechsels genau durchführbar ist, und zweitens, daß der Warenwechsel als

11) Hinzu kommt die in meisten Kulturstaaten sich vorfindende rechtliche Konstruktion der Wechselstrenge, die die Sicherheit dieser Notentdekkungsart glücklich ergänzt. Siehe E. Einsiedel, a. a. O., p. 270.

12) Siehe z. B. Somary, a. a. O., p. 34.

solcher dem Finanzwechsel bedeutend überlegen ist und letzterem gegenüber eine bessere Kreditkontrolle gestattet. In der Praxis sind aber gerade in dieser Beziehung sehr große Schwierigkeiten vorhanden. Man kann dem Wechsel nicht immer und ohne weiteres seinen wahren Charakter ansehen. Das gewöhnliche Anzeichen eines Warenwechsels, seine ungerade Summe, wird auch beim Finanzwechsel vorgefunden. Ebenso ist eine qualitative Kreditkontrolle, wie wir oben schon dargelegt haben, sehr problematisch. Wenn eine Zentralnotenbank, wie z. B. die deutsche Reichsbank, Wechsel für Privatkunden (im Gegensatz zu Bankkunden) diskontiert, dann kann sie fast sicher sein, daß der Kredit zur Finanzierung der Warenumsätze verwendet wird. In diesem Falle allein kann die Zentralnotenbank die Funktion einer wirschaftlichen Gesundheitspolizei ausüben[13]). Jedoch ist diese Art der Kreditgewährung ohne Belang. Vorwiegend rediskontiert die Zentralnotenbank Wechsel aus dem Portefeuille der Mitgliedsbanken, die dann die Mittel der Zentralnotenbank, meistens noch in erhöhtem Ausmaße, nach eigenem Belieben verwenden. So hat z. B. der Federal Reserve Board verschiedenlich daraufhingewiesen, daß der Verwendungszweck der Federal Reserve-Mittel trotz genauer Auslese des Wechselmaterials[14]) nicht identifiziert werden kann. Wir vermögen aber auch aus diesen Tatsachen heraus keinen unbedingten Mangel der Wechseldeckung abzuleiten.

Wie steht es mit den Finanzwechseln? Hiezu ist zu sagen, daß die Sicherheit der Finanzwechsel, besonders der Bankakzepte, keinesfalls hinter der der Warenwechsel zurückstehen muß, im Gegenteil, letztere oft in dieser Beziehung übertrifft. Wenn die Finanzwechsel nicht wie in Deutschland zur Zeit der Bankenkrise von 1931 von vornherein auf dem Wege dauernder Prolongationen als längerfristige Krisenkreditinstrumente verwendet, sondern gemäß den amerikanischen Banker's Bills[15]) einfach selbstverständlich bei Verfall eingelöst werden, so gewähren sie genau dieselbe Sicherheit, Kurzfristigkeit und Beeinflußbarkeit wie die Warenwechsel. Bei einer genauen Kontrolle des Ausmaßes der Finanzwechselakzeptierung, wie sie auch die Zentralnotenbank in Form des Wechselobligos bei den Warenwechseln vornimmt, besteht sogar kein Bedenken gegen die Einbeziehung der Finanzwechsel in die Notendeckung.

13) Einsiedel will diese Funktion in jedem Fall ausgeübt haben; siehe Einsiedel, a. a. O. p. 271.

14) In den Vereinigten Staaten werden die Wechsel von den Federal Reserve Banks nicht nur nach „Eligibility" d. h. objektiven, sondern auch nach „Acceptability" d. h. subjektiven Gesichtspunkten geprüft.

15) Wir müssen allerdings darauf hinweisen, daß die Mehrzahl der Bankers' Bills dem Warenimport und -export entspringt, und keineswegs als Verlegenheitswechsel angesehen werden darf.

Wenn man unter diesen Umständen die Wechseldeckung als geeignet ansieht, um eine quantitative Kreditkontrolle zu ermöglichen und im Zusammenhang mit diskontpolitischen Maßnahmen usw. die Gefahr einer zu großen Geldversorgung abwenden zu können, dann bleibt immerhin noch die weitere, wenn auch geringere Gefahr einer zu kleinen Geldversorgung zu berücksichtigen übrig. Eine auf Wechseldiskont beruhende Geldversorgung hängt offensichtlich von dem jeweiligen Wechselangebote bei der Zentralnotenbank ab, das selbst einen gewissen Teil aller Wechselbezieungen darstellt. Nun ist aber der Wechsel nur eine Form der kurzfristigen Kreditgewährung zur Finanzierung des Handels und zum Teil auch der Produktion, neben ihm tritt besonders der Buchkredit der Einzelwirtschaften und der Kontokorrentkredit der Banken stark in Erscheinung. Nimmt nun aus irgendwelchen Gründen die Form des Wechselkredites zu Gunsten der übrigen Kreditarten ab, so kann unter Umständen derjenige Wechselteil, der zum Diskont oder zum Rediskont gelangt, als Unterlage für die Geldversorgung nicht ausreichend sein. Tatsächlich ist die rückgängige Bedeutung des Handelswechsels ein Vorgang, der sich nicht nur in Deutschland, sondern auch in der ganzen Welt seit Jahrzehnten vollzieht[16]). Gegenüber der Zunahme der Wirtschaftsumsätze ist der Wechselumlauf relativ zurückgeblieben[17]). Hierfür sind verschiedene Gründe verantwortlich. Einmal verlor der Wechsel bei der industriellen Erzeugung in dem Maße an Bedeutung, in dem sich diese zusehends verfeinerte. Die längere Dauer der Produktion und die Unsicherheit des Absatzes machten den Wechsel im Vergleich zu früheren Verhältnissen weniger brauchbar. Sodann muß die allgemeine Tendenz zur wirtschaftlichen Konzentration erwähnt werden. Die Entwicklung der Großkonzerne mit deren Ausschaltung von Zwischengliedern, das Emporkommen der barzahlenden Warenhäuser, die stärkere Betätigung der öffentlichen Hand in der Wirtschaft tragen alle dazu bei. In Deutschland kommt noch besonders die Ausbreitung der Kartelle und der Syndikate in Betracht, deren Zahlungsbedingungen meist Barregulierung vorsehen[18]).

Wenn also die Wirtschaft von sich aus die Unterlagen der Geldversorgung verringert, aber der Geldbedarf nach wie vor gleichbleibt oder sich sogar vergrößert, dann kann zweifellos die Geldversorgung gefährdet sein, es sei denn, daß die Zentralnotenbank der Wirtschaft in der Form Banknoten zur Verfügung stellt, in der die Wirtschaft diese verlangt. Verzichtet die Zentralnotenbank nicht auf jegliche Notendeckung überhaupt, so wird sie sich zur Aufrechterhaltung des Banknotenumlaufes nach einer anderen Dek-

16) Frankfurter Zeitung, 12. 11. 1933.
17) Einsiedel, a. a. O., p. 270.
18) Frankfurter Zeitung, 12. 11. 1933.

kungsart umsehen müssen. Wir wollen daher die Möglichkeiten, die Vorteile und die Nachteile der Effektendeckung der Banknoten jetzt untersuchen.

b) Die Effektendeckung.

Wir haben bereits gezeigt, daß nach den Ansichten der Currency Theorie der Charakter der sekundären Notendeckung ziemlich gleichgültig war. In England wurde aus praktischen Erwägungen heraus die ewige Staatsschuld zur Grundlage der nicht-goldgedeckten, kontingentierten Banknoten gemacht. Auch in den Vereinigten Staaten spielte die politische Notwendigkeit, Mittel zur Finanzierung des Bürgerkrieges zu beschaffen, bei der Einführung der Effektendeckung der National Bank Notes gemäß dem National Banking Act von 1863 eine Rolle.

Betrachten wir zuerst die Banknoten, die ausschließlich durch Effekten gedeckt sind. Hierzu kommen aus Gründen der Sicherheit nur festverzinsliche Werte und darunter hauptsächlich Staatspapiere in Frage. Streng genommen ist die unbeschränkte Verwendung von Staatspapieren zur Notendeckung stark inflationsgefährlich und daher ziemlich ungeeignet zur ausschließlichen Geldversorgung eines Landes. Die Banknote kann, wie die Erfahrung zeigt, sehr leicht zum Papiergeld werden. Man hat daher auch durch Beschränkung der Banknotenmenge (England) oder der zur Notendeckung zugelassenen Wertpapiere (Vereinigte Staaten) eine übermäßige Geldversorgung zu verhindern versucht. Fehlt aber von vornherein der Effektendeckung die notwendige Elastizität, um sich der Saison und der Entwicklung der Wirtschaftsumsätze anzupassen, die wir trotz Ablehnung der Banking Theorie als sehr wesentlich bezeichnet haben, so wird die Elastizität der Banknoten bei Vorhandensein von Kontingenten, wenigstens nach der Seite einer Ausdehnung hin, noch stärker als zuvor unterbunden.

Ein anderer Nachteil der Effektendeckung kann außerdem in der Verquickung der staatlichen Finanzpolitik mit der Notenausgabe zu finden sein, wobei die Banknoten vielleicht nur eine Elastizität zum fiskalischen Bedarf, aber damit noch keineswegs zum volkswirtschaftlichen Bedarf aufweisen. Und wenn, wie in den Vereinigten Staaten, unter dem Akt von 1863, der Stand der Börsenkurse der Government Securities der entscheidende Faktor ist, ob sich die Ausgabe von Banknoten rentiert oder nicht[19]), besteht unter gewissen Umständen sogar die Möglichkeit einer „perversen Elasizität“[20]) dieser effektengedeckten Banknotenausgabe.

---

19) J. Laurence Laughlin, Banking Reform, Chicago, 1912, p. 6, 135.
20) Edie, a. a. O., p. 560.

Das Urteil über die Effektendeckung wird natürlich geändert werden müssen, wenn man statt wie bisher von der Möglichkeit einer grenzenlosen Verwendung von Staatspapieren oder von einer ein für allemal fest kontingentierten Banknotenmenge auszusehen absieht und die Effektenbestände nur als einen im festen Verhältnis zur Golddeckung stehenden Teil der Gesamtdeckung betrachtet. Findet also eine Notenausgabe auf Grund von Effektenbeständen statt, und müssen die Banknoten neben Effekten durch Gold gedeckt sein, dann wird die Maximumausgabehöhe der Banknoten sich an dem Goldbestand orientieren müssen, und die Nachteile sowohl der grenzenlosen als auch der absolut unbegrenzten Notenausgabe fallen fort.

Hier bestehen nun wiederum zwei Möglichkeiten: entweder die Effekten werden der Zentralnotenbank zum Lombard eingereicht, oder sie werden auf eigene Initiative der Zentralnotenbank angeschafft. Wie ist nun unter diesen Voraussetzungen die Effektendeckung zu beurteilen?

Im Falle der Lombardierungen ist zweifellos eine gewisse Elastizität vorhanden. Wir brauchen nur auf die Bewegungen des Lombard-Kontos der Reichsbank vor dem Kriege hinzuweisen, das jeweils aus verschiedenen Gründen an den Quartalsterminen so stark anschwoll, daß die Reichsbank sich sogar damals periodisch zu einer Verteuerung des Lombardkreditsveranlaßt sah[21]). Die Sicherheit der Kredite ist durch die Marge zwischen Börsenkurs und Darlehnsbetrag mit Rücksicht auf die bei Zwangsverkäufen so wichtige Aufnahmefähigkeit des Marktes gegeben. Im Gegensatz zur Wechseldeckung fehlt allerdings der Zusammenhang zwischen dem Produktionsprozeß und dem Umsatz einerseits und den Kreditunterlagen andererseits. Würde eine Zentralnotenbank ausschließlich Lombarddarlehen als Notendeckung verwenden, dann bestünde die Tendenz, daß die Mitgliedsbanken zu allen Zeiten lombardfähige Wertpapiere als ihre sekundäre Liquiditätsreserve halten und dabei aber entgegen ihrer eigentlichen Funktion als Vermittler und Schöpfer kurzfristiger Kredite den langfristigen Kapitalmarkt nun auf Kosten des Geldmarktes zu stark unterstützen würden. Eine solche Entwicklung wäre aber garnicht zum Vorteil einer richtigen Kapitalverteilung. Vom Standpunkt einer quantitativen Kreditkontrolle aus gesehen, ist die Geldmenge, ähnlich wie bei der Wechseldeckung, durch den Lombardsatz zu beeinflussen, obwohl eine Reduktion der Lombardierungen durch die Möglichkeit, den Kredit zu erneuern, sicherlich nicht so leicht zu erzielen wäre. Diese Art der Effektendeckung ist auf jeden Fall der reinen Effektendeckung (ohne Gold) gegenüber zu bevorzugen, aber dennoch der Wechseldeckung wesentlich unterlegen.

21) Siehe Plenge, a. a. O., p. 379.

Betrachten wir nun die zweite Möglichkeit: die zur Effektendeckung benötigten Effekten werden auf eigene Initiative der Zentralnotenbank angeschafft. Wir haben hier den Fall der offenen Marktpolitik vor uns. Die Geldmenge wird ganz eigenmächtig, freilich mit Rücksicht auf die Goldbewegungen, von der Zentralnotenbank aus reguliert werden können, und zwar durch Kauf und Verkauf von Wertpapieren. Auf die hiermit verbundenen Probleme sind wir schon eingegangen. Bei einer ausschließlich auf offener Marktpolitik beruhenden Kontrolle der Geldmenge könnte die Zentralnotenbank nicht nur die von der Wirtschaft benötigte elastische Geldmenge in den Verkehr bringen, sondern auch — falls notwendig — die umlaufende Geldmenge einfach diktatorisch bestimmen. Da aber eine solche Zentralnotenbank nicht mehr letzte Kreditgewährungsinstanz wäre, ist eine nur auf offener Marktpolitik beruhende Geldversorgung praktisch undenkbar.

7. Wechseldeckung und Effektendeckung?

Bei der Gegenüberstellung: Wechseldeckung oder Effektendekkung zeigt sich, daß zwar die durch Wechsel gedeckten Banknoten am ehesten den Erfordernissen der volkswirtschaftlichen Geldversorgung entsprechen, aber daß auch die Effektendeckung, sei es zur Zeit eines Mangels an geeigneten Wechseln, sei es durch Annahme von Lombarden zur Flüssigmachung von Kapitalmarktwerten zu Gunsten der Wirtschaft, oder sei es durch Ermöglichung einer diktatorischen Festsetzung der Geldmenge auf dem Wege der offenen Marktpolitik, wertvolle Eigenschaften besitzt. Da man nicht notwendigerweise vor die Alternative gestellt ist: Wechseldeckung oder Effektendeckung, kann eine Verbindung der Wechseldeckung mit der Effektendeckung die Vorteile beider Deckungsarten zusammenfassen.

Wir haben in Deutschland seit 1933 das praktische Exempel einer solchen Notendeckung. Der Wirtschaft, bezw. den einzelnen Banken werden durch die Wechseldeckung Diskontierungen von Wechseln bei der Reichsbank jederzeit ermöglicht und durch Zulassung des Lombards zur Notendeckung eine unbeschränkte Kreditaufnahme in dieser Form gestattet, während die Erlaubnis zur offenen Marktpolitik die Stellung der Reichsbank im Banksystem bedeutend stärkt und eine großzügige Konjunkturpolitik jetzt zuläßt. Die offene Marktpolitik nimmt bei einer solchen doppelten Deckungsart geradezu eine Schlüsselstellung ein; sie kann nicht nur die Wechselbestände beeinflussen, sondern auch die gesamte Banknotenmenge mehr oder weniger bestimmen.

Die Verbindungen der Wechseldeckung mit der Effektendeckung ist in neuerer Zeit vor allem von Wagemann von einem anderen

Fokus aus empfohlen worden[22]). Wagemann macht eine Trennung zwischen dem Geldbedarf der Erwerbswirtschaftssphäre und dem der Konsumentensphäre. Es sei notwendig, diese beiden Geldarten verschieden zu decken. Erstere benötige hauptsächlich große Banknoten und Giralgeld, die im Wirtschaftsablauf großen Bedarfsschwankungen unterworfen seien. Da der Bedarfsspiegel der Handelswechsel sei, müßten auch die Gelder der Erwerbswirtschaftssphäre vorwiegend durch Wechsel gedeckt sein. Anders gelagert dagegen sei der Geldbedarf der Konsumentensphäre, der sich fast ausschließlich auf kleine Noten bis zu 50 Mark und auf Scheidegeld erstrecke. In Anbetracht der Tatsache, daß ein großer Teil dieses Notenumlaufes stabil und stets ein gewisser Notenumlauf erforderlich sei, sollte in Deutschland ein fester Deckungsblock, bestehend aus öffentlichen Anleihen, in Höhe von drei Milliarden Mark geschaffen werden. Ein Kleingeldbedarf über dieses absolute Minimum hinaus könnte dagegen durch Handelswechsel, Lombarde, Devisen und Gold gedeckt werden, da eine genaue Anpassung des Wertpapierbestandes an den Umlauf an kleinen Noten für die Reichsbank durch dauernden Zwang, je nach den Umlaufsänderungen zum An- und Verkauf von Wertpapieren zu schreiten, sehr lästig wäre. Auch Neißer, der das Umlaufsminimum über zwei Milliarden Mark einschätzt, tritt für einen festen Deckungsblock ein[23]).

Alle Vorschläge[24]) zur Errichtung eines festen Deckungsblocks haben den Gedankengang gemeinsam, daß für die Geldversorgung eines Landes ein Minimum an Banknoten umlaufen müsse und daß dieses Minimum keineswegs auf dem Kreditwege zur Ausgabe zu gelangen brauche. Für die Beweglichkeit einer Notendeckung sei ausschließlich entscheidend, daß der bewegliche Rand des Zahlungsmittelumlaufes durch Anlagen gedeckt sei, die jederzeit verkleiner werden können. Ohne nun zu den Schätzungen über die Höhe des „eisernen" Notenbestandes Stellung zu nehmen, müssen wir die Richtigkeit dieses Gedankenganges fürs erste anerkennen. Die Geldmenge wäre nach wie vor elastisch, indem ein zu kleiner Geldumlauf durch erhöhten, ein zu großer durch verringerten Wechseldiskont vermieden werden würde. Die Wirkung von diskontpolitischen Maßnahmen müßte sich jedoch stark ändern. Während bisher der gesamte Banknotenumlauf in Höhe der Wechseldeckung durch eine Diskontänderung betroffen wird, würde jetzt die Geldmenge in Höhe des festen Deckungsblockes ganz unbeeinflußt bleiben, und nur der kleine bewegliche Rand könnte darauf reagieren.

22) Ernst Wagemann, Geld- und Kreditreform, Berlin, 1932, p. 37—40.
23) Hans Neißer, Liquidität, Bankwissenschaft, Sept. 1933, p. 329, 330.
24) Siehe z. B. auch Bendixen's Reformvorschläge, zit. Karl Diehl, Theoretische Nationalökonomie, Bd. 3. Jena, 1927, p. 462.

Mit anderen Worten: beim Bestehen eines festen Deckungsblockes wird der Einfluß der Diskontpolitik auf die gesamte Geldmenge wesentlich eingeschränkt. Im Interesse einer Herrschaft über den Geldmarkt ist daher die Einführung eines festen Deckungsblockes in dem vorgeschlagenen Ausmaße keineswegs zu begrüßen.

Die Verwendung einer Effektendeckung für die Minimum-Notenmenge mit offener Marktpolitik zu bezeichnen, wie es häufig geschieht, ist natürlich ganz irrig. Ein unveränderter Deckungsblock aus Effekten widerspricht ja geradezu den Voraussetzungen der offenen Marktpolitik. Die Effektenbeständen sollen bei der Anwendung einer offenen Marktpolitik nicht stabil bleiben, sondern im Gegenteil je nach der wirtschaftlichen Lage bezw. nach dem Ermessen der Zentralnotenbankleiter variiert werden. Nicht mit einem festen Deckungsblock, sondern mit sich verändernden Wertpapierbeständen wird eine quantitative Kreditkontrolle ausgeübt und eine großzügige Konjunkturpolitik durch die Zentralnotenbank betrieben werden können.

VII. Die offene Marktpolitik als Konjunkturpolitik und die Effektendeckung der Banknoten.

1. Einleitung.

Wir haben bereits verschiedentlich darauf hingewiesen, daß die Effektendeckung für die Ausübung einer offenen Marktpolitik keineswegs Voraussetzung ist. Eine Effektendeckung ist ohne offene Marktpolitik, eine offene Marktpolitik ohne Effektendeckung möglich. Durch die Zentralnotenbankpolitik der letzten Jahrzehnte wird diese Aussage vollkommen bestätigt. Allerdings besteht zwischen der offenen Marktpolitik und der Effektendeckung ein logischer Zusammenhang. Wir wollen nun im einzelnen aufzeigen, wie erstens eine offene Marktpolitik ohne Effektendeckung durchgeführt wird, und zweitens, welche Bedeutung einer Verbindung der offenen Marktpolitik mit der Effektendeckung zuzumessen ist.

2. Offene Marktpolitik ohne Effektendeckung.

Zur Klärung dieses Problems brauchen wir nur einen einzelnen Vorgang beim Wertpapierkauf einer Zentralnotenbank, deren Statut eine sekundäre Wechseldeckung für Banknoten vorschreibt, zu betrachten. Einmal besteht die Möglichkeit, daß ohne Veränderung der Gesamtaktiven die Wertpapierbestände sich auf Kosten anderer Aktivposten bilden. Während eine Umwandlung von Diskontbeständen in Wertpapierbestände aus Gründen der Notendeckungsvor-

schriften und wegen der Unwahrscheinlichkeit eines Verkaufses von Diskonten kaum in Frage kommt, ist z. B. die Bezahlung der hereingenommenen Effekten durch Abgabe von zur primären Notendeckung nicht benötigten Goldbeständen, wenn auch praktisch in diesem Kausalverhältnis nicht wahrscheinlich, so doch allenfalls denkbar. Nur bei der Annahme, daß jetzt Goldmünzen als Geld zirkulieren, ist durch diese Operation die Geldmenge verändert worden. Die andere Möglichkeit, die viel mehr die Charakteristik der offenen Marktpolitik aufweist, ist durch eine Erhöhung der Gesamtaktiven gegeben, wobei die Wertpapierkäufe am offenen Markte, sei es direkt oder auch indirekt, durch Gutschrift auf Depositenkonto bei der Zentralnotenbank beglichen werden. Solange keine Wechseldeckung für das Zentralnotenbankgiralgeld verlangt wird, solange können auch offene Marktkäufe ohne Kollision mit den Wechseldeckungsvorschriften für Banknoten vorgenommen werden, jedoch nur unter der Voraussetzung, daß die auf diese Weise erzeugten Depositen nicht abgehoben werden, oder mit anderen Worten: solange die offenen Marktoperationen eben keine Bargeldnachfrage hervorrufen. In ganz genau dieser Weise hat sich auch die offene Marktpolitik des Federal Reserve-Systems bis zur Einführung des Glass Steagall Act im Februar 1932 vollzogen. Die gesetzlichen Bestimmungen über die Haltung der Member Bank Reserves als Depositen bei den Federal Reserve Banks verringerten die Gefahr der Depositenabhebung, und die Bestimmungen über die sekundäre Deckung der Depositen legitimierten die Depositenkreierung durch offene Marktpolitik[1]). Betrachten wir daraufhin einen Ausweis des Federal Reserve-Systems, z. B. vom 30. September 1931:

Aktiva	
Total Gold Reserves	$ 3.138.181.000
Total Bills discounted	327.925.000
Total Bills bought	468.527.000
Total U.S. Government Securities	742.345.000
Passiva	
Total Notes in Circulation	$ 2.097.793.000
Total Deposits	2.506.156.000
Paid in Capital	166.759.000
Surplus	274.636.000

Teilt man bei dieser Aufstellung die Goldbestände den Noten und den Depositen gleichmäßig zu, so ergibt sich für die Bank-

1) Gemäß dem Federal Reserve Act müssen die Federal Reserve-Depositen zu 35% in Gold, zu 65% in Gold, Handelswechseln oder in Government Securities gedeckt sein.

noten eine Golddeckung von 68%, eine Wechseldeckung von 32%, und für die Depositen eine Golddeckung von 68%, eine Effektendeckung von 30%, und eine Wechseldeckung von über 2%. Die offene Marktpolitik war also in den Vereinigten Staten trotz Wechseldeckung für die Banknoten verhältnismäßig einfach zu bewerkstelligen. Erst nachdem man im Jahre 1932 offene Marktoperationen von ganz gewaltigem Ausmaße plante und dabei gleichzeitig befürchtete, daß eine Goldausfuhr einsetzen könnte, gestattete man auch die Effektendeckung für Banknoten. Wenn auch bei der offenen Marktpolitik die Wertpapierbestände die Rediskonten ersetzten, so ersetzten sie dennoch kein Gold, sondern nahmen im Gegenteil der Notendeckung noch Gold fort. Da die Rediskonten sich auf ein Minimum reduzierten, wurden ganz zwangsläufig Gold und Effekten die alternierende Deckungsart.

Bei der offenen Marktpolitik in England können wir hinsichtlich des Verhältnisses zwischen offenen Marktbeständen und Banknotendeckung eine ähnliche Unabhängigkeit wie in den Vereinigten Staaten feststellen. Obwohl die Bank von England als sekundäre Notendeckung Effekten verwendet, haben die einzelnen Operationen am offenen Markt im allgemeinen nicht das geringste mit der „Fiduciary Issue" zu tun. Das Banking Department kann Käufe entweder zu Lasten seines Aktivpostens „Notes" oder zu Gunsten seines Passivpostens „Other Deposits" drchführen. In beiden Fällen bringt die offene Marktpolitik Veränderungen mit sich: im ersten Falle vergrößert sich die zirkulierende Geldmenge, im zweiten Falle die Giralgeldmenge um denselben Betrag, wobei wie gesagt, die Banknotendeckung vollständig unangetastet bleibt. Während offene Marktkäufe zu Lasten der Notenreserve natürlich begrenzt sind, sind sie zu Gunsten der Depositen ganz unbeschränkt möglich — wegen Fehlens der Golddeckungsvorschriften noch unbeschränkter als in den Vereinigten Staaten —, solange diese nicht in Banknoten abgehoben werden. Die letztere Maßnahme ist auch für den Stand der „Proportion" günstiger.

3. Offene Marktpolitik mit Effektendeckung.

Die einer Zentralnotenbank erteilte Erlaubnis, durch An- und Verkauf von Wertpapieren ohne bestimmte Grenze eine offene Marktpolitik zu betreiben, bedingt unter Umständen deren Einbeziehung in die Notendeckung. Schon allein die Möglichkeit, daß bei einem Banksystem mit Wechseln als sekundäre Notendeckung intensive Käufe am offenen Markte zu einer fast vollständigen Liquidierung der Diskontverschuldung der Mitgliedsbanken führen können, zeigt nicht nur die Schwäche der Verbindung der offenen

Marktpolitik mit der Wechseldeckung, sondern auch die Notwendigkeit, die hereingenommenen Effekten zur Notendeckung zuzulassen. Abgesehen von dieser mehr praktischen Erwägung müssen wir noch besonders auf die theoretischen Zusammenhänge, die zwischen beiden bestehen, eingehen. In den Vereinigten Staaten und in England konnte die offene Marktpolitik nur deshalb ohne Rücksicht auf die Deckungsbestimmungen der Banknoten durchgeführt werden, weil sie fast ausschließlich das Giralgeld veränderte, für welches im Vergleich zu den Banknoten eine andere oder überhaupt keine bestimmte Deckungsart vorgesehen ist.

Tatsächlich besteht aber in der Wirkung der Veränderung der Banknoten- und der Giralgeldmenge kein Unterschied. Beide werden zu Zahlungen verwendet und beeinflussen in gleicher Weise das Preisniveau. Gibt man diese Homogenität beider Geldarten zu, so ist es offensichtlich falsch, für sie verschiedene Deckungsbestimmungen und Begrenzungen festzulegen. Noch keine Zentralnotenbank hat hieraus die volle Konsequenz gezogen, obwohl gewisse Anzeichen für die Aufnahme dieser Erkenntnis festzustellen sind. Der Federal Reserve Act schreibt z. B. eine bestimmte Golddeckung der Depositen vor, während das deutsche Bankgesetz von 1924, seiner geschichtlichen Entwicklung nach der Banking Theorie folgend, nicht nur für die Banknoten Handelswechsel als sekundäre Notendeckung, sondern auch für das Giralgeld eine 40%ige Deckung in kurzfristigen liquiden Aktiven, allerdings mit Einschluß der Lombarddarlehen, verlangte. Demgegenüber ist vielmehr ein gleiches Deckungssystem für beide Geldarten richtig, wie wir es jetzt nach dem neuen Bankgesetz bei der Reichsbank, abgesehen von der nur für Banknoten geltenden Golddeckungsvorschrift, materiell verwirklicht finden. Da aber keine Deckungsart als solche die Gewähr für die Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung bietet, muß jede Deckungsart durch eine angemessene Zentralnotenbankpolitik ergänzt werden. Erkennt man daher die Zweckmäßigkeit einer Konjunkturpolitik mittels Operationen am offenen Markte an, dann ist es nur folgerichtig, daß man die offenen Marktbestände gleichzeitig zur Notendeckung und zur Giralgelddeckung zuläßt. Durch die Einbeziehung der gekauften Wertpapiere wird die Manövrierfähigkeit der Zentralnotenbank erhöht und dadurch die Wirksamkeit der Konjunkturpolitik bedeutend gestärkt werden können.

VIII. Zusammenfassung und Schlußbetrachtung.

Das Versagen des internationalen Goldstandards durch die währungspolitische Deroute der Kriegs- und Nachkriegszeit hat in fast allen Ländern dazu geführt, daß die Zentralnotenbanken von sich

aus Maßnahmen zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung ergriffen. Was früher der Automatismus des Goldstandards hätte leisten sollen und zum Teil auch geleistet hat, mußte infolge der neuen wirtschaftspolitischen Konstellationen in irgend einer anderen Weise erreicht werden. Die gereiften theoretischen Erkenntnisse auf dem Gebiete des Geld- und Kreditwesens unterstützten die praktischen Bestrebungen nach Kreditkontrolle durch die Zentralnotenbanken im Rahmen des Erreichbaren. Nachdem schon in der Vorkriegszeit ein Drang zur Regulierung des Geldmarktes vorhanden war, wurde später um so mehr die absolute Notwendigkeit zu einer Beherrschung des Geldmarktes und zu einer Beeinflussung des Kapitalmarktes erkannt. Je nach der wirtschaftlichen und finanziellen Stärke des einzelnen, Landes, je nach dem Grade der Unabhängigkeit von anderen Ländern wurden in der Verfolgung dieses Zieles neue Zentralnotenbankmaßnahmen entwickelt und angewendet. Die Voraussetzungen für das Betreiben einer Konjunkturpolitik waren besonders in den Vereinigten Staaten, die sich nach dem Kriege in jeder Hinsicht selbständig und unabhängig bewegen konnten, günstig. Dort wurde auch neben verschiedenen anderen Maßnahmen eines der bedeutendsten kreditpolitischen Mittel der Zentralnotenbanken, die offene Marktpolitik, zu voller Wirkung und Entfaltung gebracht und seit 1923 von den Leitern des Federal Reserve-Systems als konjunkturpolitische Waffe vollauf gewürdigt.

Nach Beschreibung der Organisation, des Ausmaßes und der Wirkung der offenen Marktpolitik in England, in den Vereinigten Staaten und in Deutschland haben wir es unternommen, die grundsätzlichen Zusammenhänge zwischen der offenen Marktpolitik einerseits und der Geldmenge und des Preisniveaus andererseits zu ventilieren. Wir haben gezeigt, daß die offene Marktpolitik auf kurze und auf lange Sicht verwertbar ist, daß sie, obgleich verschiedentlich als Antithese des Goldstandards bezeichnet, dennoch nach dessen Spielregeln vertretbar sein kann, und ferner, daß sie zur Unterstützung anderer Maßnahmen dient, als auch ein berechtigtes Eigenleben zu führen in der Lage ist. Wir wiesen auf die enge Verbindung zur Diskontpolitik hin und erklärten, daß sowohl die Diskontpolitik die offene Marktpolitik, als auch die offene Marktpolitik die Diskontpolitik wirksam machen kann.

Bezüglich des Einschlages der offenen Marktpolitik auf den Kapitalmarkt konnten wir folgende Feststellung machen: Käufe und Verkäufe von Wertpapieren beeinflussen in erster Linie den Geldmarkt; durch die Verbindung aber, die zwischen diesen beiden Märkten besteht, wird in jedem Fall auch der Kapitalmarkt berührt. Wenn jedoch langfristige Wertpapiere den einzelnen Operationen zugrunde liegen, schlägt die offene Marktpolitik auch direkt auf dem Kapitalmarkt ein, da sie den langfristigen Kapitalmarktzinssatz

unmittelbar verändert. Aus dieser doppelten Wirkung ergibt sich die Vielseitigkeit der offenen Marktpolitik als konjunkturpolitisches Instrument der Zentralnotenbank.

Ferner haben wir uns mit den Prinzipien der Wechseldeckung und der Effektendeckung befaßt und gezeigt, daß die theoretisch konsequente Organisation der offenen Marktpolitik die Einbeziehung der offenen Marktbestände sowohl in die Banknotendekkung als auch in die Giralgelddeckung erfordert.

Wenn auch die Erfolge der offenen Marktpolitik nicht immer den Erwartungen der Zentralnotenbankleiter entsprochen haben, und die Erfahrungen mit ihr, insbesondere neuerdings in den Vereinigten Staaten, nicht die besten waren, so kann man dennoch kein gerechtes Urteil über die offene Marktpolitik fällen, so lange man nicht die Frage zu beantworten versucht, wie die wirtschaftliche Entwicklung in den betreffenden Ländern ohne Operationen am offenen Markte verlaufen wäre. Zu berücksichtigen ist weiterhin, daß die Geld- und Kreditsysteme der meisten Staten seit dem Kriege in sehr starker Weise von außerwirtschaftlichen Faktoren beeinträchtigt und immer wieder gestört wurden, so daß die Konjunkturpolitik es mit vielen Strömungen aufnehmen mußte, für die sie weder gemünzt ist, noch denen sie des öfteren gewachsen zu sein schien. Nichtsdestoweniger verdient die offene Marktpolitik als eines der bedeutendsten konjunkturpolitischen Mittel einer Zentralnotenbank volle Anerkennung, die ihr auch in zunehmendem Maße, neuerdings z. B. in der Tschechoslowakei[1]) und in Japan[2]), zu teil wird. Auch können die immer stärker werdenden planwirtschaftlichen Bestrebungen unserer Zeit gerade der offenen Marktpolitik noch große Aufgaben zu erfüllen geben.

---

1) Frankfurter Zeitung, 26. 7. 1934 und 21. 8. 1934.
2) Frankfurter Zeitung, 19. 8. 1934.

Quellenangabe.

Benjamin M. Anderson, Cheap Money, Gold and Federal Reserve Policy, Chase Economic Bulletin, Vol. IV, Nr. 3, 1924.

— Some Economic Forces in the International Money Market, Chase Economic Bulletin, Vol. VII, Nr. 4, 1927.

— An Analysis of the Money Market, Chase Economic Bulletin, Vol. VIII, Nr. 1, 1928.

— The Financial Situation, Chase Economic Bulletin, Vol. IX, Nr. 6, 1929.

— The „Free Gold" of the Federal Reserve System and the Cheap Money Policy, Chase Economic Bulletin, Vol. X, Nr. 3, 1930.

A. Andréadès, History of the Bank of England 1640—1903, London, 1909.

George L. Ayre, How to Strenghten and Maintain our national Gold Reserves, The Bankers', Insurance Managers' and Agents' Magazine, Vol. LXXII, Nr. 692, London, 1901.

Wilhelm Baerlecken, Reichsbank und Geldmarkt, Diss. Münch. 1928.

Walter Bagehot, Lombard Street, A Description of the Money Market, New. Ed. London, 1927.

Bankenquete 1908.

Benjamin Haggot Beckhart, The Discount Policy of the Federal Reserve System, New York, 1924.

J. R. Bellerby, Control of Credit as a Remedy for Unemployment, London, 1923.

William Adams Brown, Jr. England and the new Gold Standard 1919—1926, London, 1929.

S. Budge, Lehre vom Gelde, Theorie des Geldes, Band I, 2. Jena, 1933.

C. H. Bullock, O. M. Sprague, W. B. Donham, Federal Reserve Policy, The Need of a definite Statement, Harvard Business Review, Oktober 1922 — Juli 1923, Vol. 1.

W. Randolph Burgess, The Federal Reserve Banks and the Money Market, New York, 1927.

Gustav Cassel, Das Geldwesen nach 1914, Leipzig, 1925.

— Das Stabilisierungsproblem, Leipzig, 1926.

— Währungsstabilisierung als Weltproblem, Leipzig, 1928.

— Theoretische Sozialökonomie, 5. Aufl., Leipzig 1932.

— Die Krise im Weltgeldsystem, Berlin, 1933.

George Clare, A Money Market Primer and Key to the Exchanges, 2nd Ed. London, 1909.

John R. Commons, Stabilization of Prices and Business, The American Economic Review, März 1925.

— Price Stabilization and the Federal Reserve System, The Annalist, New York, April 1927.

Karl Diehl, Theoretische National-Oekonomie, Bd. 3, Jena 1927.

James C. Dolley, Open Market Buying as a Stimulant for the Bond Market, Journal of Political Economy, Vol. XLI, Nr. 4, August 1933.

Otto Donner, Reichsbank und Banken, Der Deutsche Volkswirt, 22. 12. 1933.

Lionel D. Edie, Economics, Principles and Problems, New York, 1928.

E. Einsiedel, Wechseldeckung oder Effektendeckung? Eine notenbankpolitische Frage. Bankarchiv, 1. 4. 1934.

Willy Elmendorff, Die Diskontpolitik der Bank von England während des Krieges 1914—1919, Diss. Freiburg, 1927.
Walter Eucken, Kredit und Konjunktur, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 175, München und Leipzig, 1929.
Federal Reserve Board, Washington, Annual Reports: 1914, 1915, 1923, 1926, 1932.
Irving Fisher, The Purchasing Power of Money, New York, 1913.
— The Money Illusion, New York, 1929.
John Fullarton, Regulation of Currencies, 2nd Ed., London, 1845.
Hans Gestrich, Geldpolitik und Weltwirtschaft, Berlin, 1934.
James William Gilbart, The Logic of Banking, London, 1865.
— The History, Principles and Practice of Banking, Revised Ed., London, 1907.
T. E. Gregory, What can Central Banks really do? The American Economic Review, März 1925.
— The First Year of the Gold Standard, London, 1926.
— An Introduction to Tooke and Newmark's „A History of Prices and the State of Circulation from 1792 to 1856", London, 1928.
L. Albert Hahn, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredites, 3. Aufl., Tübingen, 1930.
S. E. Harris, Twenty Years of Federal Reserve Policy, 2 vol. Cambridge, Mass., 1933.
R. G. Hawtrey, Currency and Credit, 2nd Ed., London, 1923.
— Monetary Reconstruction, 2nd Ed., London, 1926.
— The Art of Central Banking, London, 1932.
— The Gold Standard in Theory and Practice, London, 1933.
F. A. Hayek, Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit der Ueberwindung der Krise 1920, Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik, Neue Folge, Band 5, 1927.
Kurt A. Herrmann, Offene Markt-Politik, Der Deutsche Oekonomist, 8. 9. 1933.
— Reichsbank, Banken, Kapitalmarkt und Wirtschaft, Bankarchiv, Nr. 2, 15. 10. 1933.
R. B. Käppeli, Der Notenbankausweis in Theorie und Wirklichkeit, Jena, 1930.
Georg Kepper, Die Konjunkturlehren der Banking- und der Currencyschule, Leipzig, 1933.
John Maynard Keynes, A Tract on Monetary Reforms, London, 1924.
— A Treatise on Money, 2 vol. London, 1930.
— Credit Control, Encyclopaedia of Social Sciences, New York, 1931.
J. Laurence Laughlin, Banking Reform, Chicago, 1912.
Joseph Stagg Lawrence, Stabilization of Prices, New York, 1928.
L. Liepmann, Der Kampf um die Gestaltung der englischen Währungsverfassung 1819—1844, Berlin, 1933.
Walter Lotz, Geschichte und Kritik des deutschen Bankgesetzes vom 18. März 1875, Leipzig, 1888.
— Diskonto und Diskontopolitik, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 3.Aufl., Jena, 1909.
MacMillan Report, Committee on Finance and Industry, Cmd. 3897, London, 1931.
Martinus, Wechsel- oder Effektendeckung? Bemerkungen zur Offenen Marktpolitik, Der Deutsche Oekonomist, 13. 4. 1934.
Karl Milde, Der Banking Act von 1933, Bankarchiv, 15. 7. 1933.
Ludwig Mises, Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, 2. Aufl., München und Leipzig, 1924.
— Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, Jena, 1928.
National Monetary Commission, Interviews on the Banking and Currency

Systems of England, Scotland, France, Germany, Switzerland and Italy, 61 st Congress 2nd Session, 1909—1910, Senate Documents Vol. 14, 1910, Doc. No. 405.

Hans Neißer, Die Reichsbank als konjunkturpolitischer Faktor, Magazin der Wirtschaft, 27. 3. 1931.

— Liquidität, Bankwissenschaft, September 1932.

J. E. Norton, The Bank of England and the Money Market, Political Science Quarterly, Vol. 36, New York, 1921.

Leonhard Oberascher, Die Offenmarktpolitik der Reichsbank, Wirtschaftsdienst, 29. 9. 1933.

R. H. Inglis Palgrave, Bank Rate and the Money Market in England, France, Germany, Holland and Belgium 1844—1900, London, 1903.

Herbert Patschan, Die Entwicklung der Banking Theorie in Deutschland, Diss. Freiburg, 1929.

Chas. A. Peple, Questions and Answers on the Federal Reserve System, Richmond, Va., 1926.

Chester A. Phillips, Theoretical Considerations bearing on the Control of Bank Credit under the Operation of the Federal Reserve System, The Annals of the American Academy of Political and Social Sciences, Vol. XCIX, No. 188, Juni 1922.

Johann Plenge, Von der Diskontpolitik zur Herrschaft über den Geldmarkt, Berlin, 1913.

W. Prion, Das Deutsche Wechseldiskontgeschäft, Staats- und Sozialwissenschaftliche Forschungen, Heft 127, Band 28, Leipzig, 1907.

— Geldmarktlage und Reichsbankpolitik, Leipzig, 1927.

Reichsbank, Jubiläumsschrift, 1876—1900.

— Verwaltungsbericht für das Jahr 1933.

Franz Richter, Studien über die Diskontpolitik der Zentralnotenbanken unter näherer Berücksichtigung der Bank von England, Bank von Frankreich und der Reichsbank, Diss. Heidelberg, 1901.

Hans Richter-Altschäffer, „Open Market Policy", Währungspolitische Probleme, Währung und Wirtschaft, Sept. 1933.

Winfield W. Riefler, Money Rates and Money Markets in the United States, New York, 1930.

D. H. Robertson, Banking Policy and the Price Level, London, 1926.

Hans Rütgers, Die Bedeutung der Novelle zum Bankgesetz für die Geldschöpfung, Bankarchiv, 1. 12. 1933.

William Scharling, Bankpolitik, Jena, 1900.

Alfons Schmitt, Kreditpolitik und Konjunkturpolitik in Theorie und Praxis, Jena, 1932.

Günter Schmölders, „Open Market Policy", Zur Einschaltung der Reichsbank in den Kapitalmarkt, Der Deutsche Oekonomist, 29. 9. 1933.

— Interventionen am Geldmarkt als Mittel staatlicher Konjunkturpolitik, Weltwirtschaftl. Archiv, Band 39, Heft 3, Jena, 1934.

Hermann Schumacher, Die Deutsche Geldverfassung und ihre Reform, Weltwirtschaftliche Studien, Leipzig, 1911.

Joseph Schumpeter, Kreditkontrolle, Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik, Bd. 54, 1925.

Felix Somary, Bankpolitik, 2. Aufl., Tübingen, 1930.

Arthur Spiethoff, Krisen, Handwörterbuch der Staatswissenschaften, 4. Aufl., 1925.

O. M. W. Sprague, Banknotes, Encyclopaedia of Social Sciences, New York, 1931.

Rudolf, Stucken, Konjunkturbeeinflussung durch die Notenbank, Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik, Band 140, Heft 1, Juli 1934.
Alfred Tismer, Die Stabilisierung des Geldwertes als Ziel der Währungspolitik, Diss. Berlin, 1930.
Heinrich Ullmann, Die Stellung der Reichsbank auf dem Geldmarkt vor und nach dem Kriege, Diss. Freiburg, 1931.
Untersuchungen des Bankwesens 1933, I Teil, Band 1 und 2, Vorbereitendes Material, Berlin, 1933.
Ernst Wagemann, Geld- und Kreditreform, Berlin, 1932.
Paul M. Warburg, The Federal Reserve Banks and the Open Market for Acceptances, Harvard Business Review, Vol. I, No. 3, April 1923.
Knut Wicksell, Geldzins und Güterpreise, Jena, 1898.
— Vorlesungen über Nationalökonomie, Band II, Geld und Kredit, Jena, 1922.
A. C. Whitaker, Federal Reserve Position and Policies, The American Economic Review, Vol. XX, Supplement, März 1930.
H. Parker Willis und George W. Edwards, Banking and Business, New York, 1925.
H. Parker Willis, Central Banking, Encyclopaedia of Social Sciences, New York, 1931.
— Das amerikanische Bankgesetz von 1933. — Eine kritische Würdigung. Bankarchiv, 1. 11. 1933.
Hartley Withers, The Meaning of Money, 2nd Ed. London, 1909.

Zeitungen und Zeitschriften.

Frankfurter Zeitung.
Monatsberichte, Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft.
Bankarchiv.
Der Deutsche Oekonomist.
Der Deutsche Volkswirt.
Die Deutsche Volkswirtschaft.
Wirtschaftsdienst.
Wirtschaft und Arbeit.
The Economist, London.
The Magazine of Wall Street, New York.
National City Bank of New York Bulletin, (Economic Conditions, Governmental Finance, United States Securities).
Chase Economic Bulletin.

Lebenslauf.

Am 2. Mai 1907 wurde ich als Sohn des Großkaufmanns Rudolf Braden in Wiesbaden geboren. Nach Besuch von Privatschulen in Bern und Freiburg i. Br. trat ich 1916 in das Bertholdsgymnasium in Freiburg ein. Nachdem ich die Obersekundareife im Jahre 1922 erlangt hatte, absolvierte ich den einjährigen Lehrgang der Höheren Handelsschule in Freiburg.

Mit Vollendung einer 3 jährigen Lehre im Bankgewerbe hielt ich mich studienhalber für längere Zeit in England auf und fuhr dann im Mai 1927 zur weiteren Berufsausbildung nach New York. Mein Interesse an wirtschaftlichen Problemen veranlaßte mich, — nach Unterricht und Prüfungen an der New Yorker University Precollegiate Division — im Jahre 1928 an der College of the City of New York, bezw. an der New York University zu immatrikulieren. Zum Abschluß meines Studiums kehrte ich nach Deutschland zurück und bestand nach Besuch der Handelshochschule Berlin und der Universität Freiburg im Juli 1933 die Diplomprüfung für Volkswirte.